

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Hodnocení finanční výkonnosti společnosti Teva Czech Industries s.r.o.
Financial performance evaluation of the company Teva Czech Industries s.r.o.

Student:	Bc. Hana Lebedová
Vedoucí diplomové práce:	Ing. Dagmar Richtarová, Ph.D.

Ostrava 2011

Zadání diplomové práce

Student:

Bc. Hana Lebedová

Studijní program:

N6202 Hospodářská politika a správa

Studijní obor:

6202T010 Finance

Specializace:

00 Finance

Téma:

Hodnocení finanční výkonnosti společnosti Teva Czech Industries s.r.o.
Financial performance evaluation of the company Teva Czech Industries
s.r.o.

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
2. Popis metodologie finanční výkonnosti
3. Finančně-ekonomická analýza společnosti
4. Zhodnocení finanční výkonnosti společnosti Teva Czech Industries s.r.o.
5. Závěr

Seznam použité literatury

Seznam zkratk

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 2. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2008. 192 s.
ISBN 978-80-86929-44-6.

MAŘÍK, M.; MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vyd. Praha:
Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.

NEUMAIEROVÁ, I.; NEUMAIER, I. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: Grada, 2002. 215 s.
ISBN 80-247-0125-1.


Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.


Vedoucí diplomové práce: **Ing. Dagmar Richtarová, Ph.D.**

Datum zadání: 26.11.2010

Datum odevzdání: 29.04.2011




Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry


prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

„Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci, včetně příloh, vypracovala samostatně. Přílohy č. 1, č. 2 a č. 3 mi byly dány k dispozici“.

V Ostravě dne 29. dubna 2011

.....
vlastnoruční podpis autora

Obsah

1	Úvod	2
2	Popis metodologie finanční výkonnosti.....	3
2.1	<i>Definice výkonnosti podniku</i>	3
2.3	<i>Metody měření výkonnosti</i>	4
2.4	<i>Tradiční metody měření výkonnosti.....</i>	5
2.4.1	Poměrové ukazatele	10
2.4.1.1	<i>Oblast rentability.....</i>	10
2.4.1.2	<i>Oblast zadluženosti</i>	12
2.4.1.3	<i>Oblast likvidity.....</i>	13
2.4.1.4	<i>Oblast aktivity</i>	14
2.4.1.5	<i>Ukazatele na bázi peněžních toků</i>	15
2.4.2	Souhrnné modely hodnocení podniku	16
2.4.2.1	<i>Indexy IN</i>	16
2.4.2.2	<i>Další predikční modely</i>	19
2.5	<i>Moderní metody měření výkonnosti.....</i>	21
2.5.1	Ekonomická přidaná hodnota	23
2.5.1.1	<i>Náklady vlastního kapitálu</i>	25
2.5.1.2	<i>Náklady cizího kapitálu</i>	28
2.5.1.3	<i>Ukazatel EVA jako měřítko výkonnosti</i>	29
2.5.1.4	<i>Pyramidový rozklad EVA.....</i>	29
3	Finančně – ekonomická analýza společnosti	31
3.1	<i>Profil a historie Teva Czech Industries s.r.o.</i>	31
3.2	<i>Horizontální a vertikální analýza</i>	34
3.2.1	Horizontální analýza výkazů	34
3.2.2	Vertikální analýza výkazů	35
3.3	<i>Poměrová analýza</i>	36
3.3.1	Oblast rentability.....	37
3.3.2	Oblast zadluženosti	38
3.3.3	Oblast likvidity.....	39
3.3.4	Oblast aktivity.....	40
3.3.5	Poměrové ukazatele na bázi cash-flow	41
3.4	<i>Shrnutí výsledků tradiční finanční analýzy</i>	43

4	Zhodnocení finanční výkonnosti společnosti Teva Czech Industries s.r.o.	45
4.1	Bonitní a bankrotní modely	45
4.1.1	Beaverův model	45
4.1.2	Altmanův model	46
4.1.3	Indexy <i>IN</i>	47
4.2	Ekonomická přidaná hodnota	50
4.2.1	Stanovení nákladů vlastního kapitálu	50
4.2.2	Výpočet ekonomické přidané hodnoty	52
4.3	Srovnání s odvětvím	54
4.3	Pyramidové rozklady	57
4.3.1	Pyramidový rozklad <i>EVA</i> společnosti Teva	58
4.3.2	Pyramidový rozklad <i>ROE</i> společnosti Teva	60
4.3.3	Pyramidový rozklad <i>EVA</i> odvětví	64
4.3.4	Porovnání výsledků rozkladů <i>EVA</i> společnosti Teva a odvětví	66
4.4	Celkové zhodnocení finanční výkonnosti společnosti Teva	68
5	Závěr	70
	Seznam použité literatury	72
	Seznam zkratk	74
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	76
	Seznam příloh	77

1 Úvod

V současné době, kdy do podnikové sféry pronikají nejrůznější globalizační trendy, vznikají téměř neustále nové tržní příležitosti a sílí konkurenční boj, je v podnikové sféře jedním z hlavních cílů finančního řízení neustálé zvyšování výkonnosti podniků. Většina podniků při měření své finanční výkonnosti již používá tradiční finanční analýzu. Do popředí se však v posledních letech dostávají i daleko modernější koncepty měření a řízení výkonnosti, pomocí nichž lze zjistit nejen hodnocení jejich finanční výkonnosti, ale tato modernější měřítka poskytují reálný obraz o efektivnosti celkového hospodaření podniku a zároveň nezapomínají na rizika, která jednotlivé, do podniku zainteresované osoby, podstupují.

Cílem diplomové práce je hodnocení finanční výkonnosti společnosti Teva Czech Industries s.r.o.

Diplomová práce je rozdělena do pěti kapitol. Po úvodu následuje kapitola druhá, která představuje teoretickou část práce. Bude v ní definována výkonnost podniku a detailně popsány metody hodnocení výkonnosti jak tradiční, tak moderní formou. Stěžejní podkapitoly druhé části se budou věnovat finanční analýze, pyramidovému rozkladu, predikčním modelům, ekonomické přidané hodnotě a stanovení nákladů vlastního kapitálu.

V třetí a čtvrté kapitole diplomové práce budou analyzována reálná podniková data společnosti Teva Czech Industries s.r.o. Analyzovaná společnost bude ve třetí kapitole představena, zařazena dle klasifikace ekonomických činností a následně bude provedena horizontální a vertikální analýza výkazů a analýza poměrová.

Čtvrtá, stěžejní část práce, se věnuje hodnocení výkonnosti vybrané společnosti pomocí predikčních modelů, obsáhle bude podkapitola věnující se českým predikčním *IN* modelům. Finanční výkonnost bude analyzována ukazatelem ekonomické přidané hodnoty, přičemž důraz bude kladen na stanovení nákladů kapitálu. Následně budou provedeny pyramidové rozklady pro hloubkovou analýzu změn. V úplném závěru bude podnik srovnán s vývojem svého odvětví a bude představeno souhrnné hodnocení výkonnosti vybrané společnosti.

2 Popis metodologie finanční výkonnosti

V kapitole je definována a charakterizována podniková výkonnost, finanční výkonnost a jsou popsány způsoby měření výkonnosti. Jednotlivé podkapitoly detailně definují jak tradiční, tak moderní přístupy k analýze výkonnosti. Popsány jsou přístupy k měření výkonnosti podniku, podrobněji je popsána charakteristika finanční analýzy, pyramidové rozklady, indexy *IN*, ekonomická přidaná hodnota či způsoby stanovení nákladů na kapitál. Kapitola vychází především z publikací Dluhošová (2006 a 2010), Pavelková a Knápková (2007), Wagner (2009), Máče (2006), Mařík a Maříková (2005) a Neumaier a Neumaierová (2002).

2.1 Definice výkonnosti podniku

Pojem podniková výkonnost se nejčastěji definuje jako schopnost podniku co nejlépe zhodnotit prostředky vložené do jeho podnikatelských aktivit. V oblasti finanční výkonnosti podniku došlo v posledních letech k markantnímu vývoji. V minulosti se za výkonný podnik považoval ten, který dosahoval účetního zisku (což bylo považováno za primární cíl podnikání), později se využívala měřítka rentability investovaného kapitálu a nyní se preferují moderní koncepty založené na tvorbě hodnoty pro vlastníky a obecně hodnotové řízení podniku. Lze tedy říci, že výkonnost podniku se posuzuje širokou škálou kritérií s cílem komplexního zhodnocení podniku. Tento způsob hodnocení podniku se dostává do popředí od 80. let 20. století a jedná se o teorii řízení hodnoty, neboli o vytváření tzv. *shareholder value* (hodnoty pro akcionáře). Pro její zjištění používáme modifikované finanční ukazatele, které umožňují lepší identifikaci činností a procesů, které skutečně v dlouhodobém horizontu zvyšují hodnotu podniku pro akcionáře a tudíž i celkovou hodnotu podniku.

Na výkonnost můžeme nahlížet z mnoha pohledů či podle jednotlivých požadavků zainteresovaných subjektů. Dle Pavelková, Knápková (2007, str. 13), „každý subjekt může hodnotit výkonnost podniku jinak – vlastník podle splnění očekávání ohledně návratnosti svých prostředků, vložených do podnikání, zákazník podle uspokojení svých požadavků na výrobek nebo službu, jejich cenu, rychlost dodání, podmínek placení apod., dodavatelé a banky podle schopnosti

podniku splnit své závazky, zaměstnanci podle výše mezd a pracovních podmínek, stát podle schopnosti platit daně.“ Výkonnost z pohledu jednotlivých subjektů znamená vytvořit či překročit jeho očekávání a požadavky na podnik.

2.3 Metody měření výkonnosti

Základní rozdělení přístupů v měření výkonnosti je na klasické (tradiční, účetní) a moderní metody. **Tradiční metody** jsou, jak již bylo řečeno, orientovány na zisk a jeho maximalizaci, neboť maximalizace zisku je považována za jeden ze základních cílů podnikání. K tradičnímu měření výkonnosti se používají nejrůznější ukazatele klasické finanční analýzy, u kterých lze pochybovat o jejich výpovědní hodnotě. K typickým účetním ukazatelům patří např. čistý zisk (*EAT*, earnings after taxes), zisk před úroky a daněmi (*EBIT*, earnings before interest and taxes), zisk na akcii (*EPS*, earnings per share), z poměrových ukazatelů pak rentabilita aktiv (*ROA*, return of assets) či tržeb (*ROS*, return on sales), vlastního kapitálu (*ROE*, return on equity) a rentabilita kapitálu dlouhodobě investovaného (*ROCE*, return on capital employed). Podrobněji se tradičními způsoby měření výkonnosti zabývá podkapitola 2.4. Nevýhodou je ovlivnitelnost těchto ukazatelů pomocí legálních účetních postupů, například pomocí zvyšování zadluženosti, čímž dojde k navýšení *ROE*. Další kritika ukazuje na chybějící zohlednění nákladů kapitálu či zachycení nehmotného majetku nebo chybějící pohled do budoucnosti, jak tvrdí D. Dluhošová (2010). Účetní metody a postupy neodpovídají vždy ekonomickému pohledu na výkonnost. Na základě této kritiky tradičních ukazatelů začínají vznikat a hojně se využívat nové, modernější, přístupy měření a řízení výkonnosti podniku.

Moderní metody už nepřehlíží pouze k výnosům, ale porovnávají je s náklady na kapitál. Lze je ještě dále rozlišit na ekonomické a tržní. Ekonomické ukazatele zohledňují celkové náklady na kapitálovou investici, zohledňují faktor rizika i časový horizont. K nejznámějším patří čistá současná hodnota *NPV* (net present value), ekonomická přidaná hodnota *EVA* (economic value added) a ukazatel finančního toku z investic *CFROI* (cash flow return of investment). Druhým typem ukazatelů jsou ukazatele tržní, které hodnotí výkonnost podniku z tržního pohledu. Patří zde ukazatel tržní přidané hodnoty *MVA* (market value added) a tržního výnosu

akciového kapitálu (*TSR*, total shareholder return), oba tyto ukazatele jsou závislé na vývoji akciového trhu. Moderním metodám hodnocení výkonnosti se podrobněji věnuje kapitola 2.5.

K analýze jakékoliv výkonnosti jsou nutná příslušná **data**, která se zpracovávají a na základě kterých se dobíráme výsledného hodnocení. Dle Neumaierových (2002) jsou nepostradatelným zdrojem dat při hodnocení podniku údaje, které nám poskytuje účetnictví podniku. Finanční účetnictví nám dává ucelenou soustavu hodnotících informací o současnosti, ale i o minulosti. Nutností je znát zásady a postupy účtování, které se v jednotlivých podnicích mohou lišit. K základním souhrnným výkazům finančních dat se řadí:

- rozvaha – přehled majetku a zdrojů jeho krytí,
- výkaz zisku a ztráty (*VZZ*) – přehled výnosů a nákladů,
- výkaz peněžních toků (*CF*, cash-flow) – přehled reálných příjmů a výdajů.

Veškeré firemní výkazy jsou zachyceny za období dvanácti po sobě jdoucích měsíců, nejčastěji za jeden kalendářní rok. To vše za předpokladu nepřetržitého fungování podniku v po sobě jdoucích obdobích.

2.4 Tradiční metody měření výkonnosti

V tradičním pojetí hodnocení podniku se vychází z účetních výkazů a provádí se **finanční analýza**. Jedná se o soubor metod a postupů, jejichž výsledky dávají základní informace o finančním zdraví podniku a hodnotí aktuální finanční pozici i zdraví firmy. K výpočtům se používají data z minulých období. Základní techniky používané při finančním rozboru jsou:

- *procentuální rozbor*, kde se provádí vertikální a horizontální analýza;
- *poměrová analýza*, která využívá poměrové ukazatele.

Vertikální analýza provádí rozbor jednotlivých položek daného agregovaného celku. Sledují se tak změny ve struktuře finančních výkazů v čase. Nejjednodušší forma vertikální analýzy je procentuální vyjádření struktury dané agregované položky

výkazu. Oproti tomu **analýza horizontální** ukazuje vývoj jednotlivých položek v čase. Vývoj je zachycen jako absolutní či relativní (procentuální) změna aktuálního roku oproti roku minulému (neboli změna období běžného oproti minulému).

Vertikální i horizontální analýza je výchozím bodem rozboru účetních dat. Nejčastěji se provádí u rozvahy a výkazu zisku a ztráty a jejím přínosem je, že dokáže identifikovat negativní tendence ve vývoji hospodaření společnosti a upozornit na nutnost změn v ekonomických procesech. Při analýze rozvahy se sledují základní sumární položky – nejen celková aktiva (složení majetku podniku) a pasiva (struktura zdrojů financování zdrojů), ale i dlouhodobý majetek, oběžná aktiva, vlastní kapitál či cizí zdroje. Výkaz zisku a ztráty se analyzuje opět podle jednotlivých základních úrovní – výsledek hospodaření za účetní období, dále mimořádný, finanční a provozní výsledek hospodaření. Určení vztažné veličiny v případě vertikální analýzy není tak jednoznačné jako v případě analýzy rozvahy, nejčastěji však vztažnou veličinou bývají celkové tržby podniku (v úvahu dále přichází tržby za prodej zboží či celkové výnosy a celkové náklady). U obou výkazů pak přichází v úvahu i rozbor jednotlivých podpoložek, jako např. rozbor cizích zdrojů či osobních nákladů. Vždy tedy záleží na požadavcích a podle nich lze pak tento typ analýzy přizpůsobit potřebám uživatele dat.

Dalším tradičně používaným metodickým nástrojem je **poměrová analýza** využívající poměrové ukazatele, které jsou oblíbené především proto, že umožňují získat rychlý přehled o finančním zdraví podniku. K tradičním ukazatelům finanční výkonnosti podniku se řadí ukazatele absolutní hodnoty zisku (neboli obecně výsledek hospodaření), ukazatele hotovostních toků a rentability. Ukazatele zisku, jako nejčastěji používané měřítko výkonnosti podniku, lze vyjádřit několika způsoby:

- *EAT* = čistý zisk, neboli zisk po zdanění, který je určen ke konečnému rozdělení (nejdůležitější kategorie zisku z pohledu vlastníků);
- *EBT* (earnings before taxes) = zisk před zdaněním, kde se zohledňují nákladové úroky, ale je zde zahrnutá pouze daň z běžné a mimořádné činnosti podniku;
jeho použití je vhodné především pro mezistátní porovnání výkonnosti, neboť *EBT* abstrahuje různou míru zdanění výnosů;

- *EBIT* = zisk před úroky a daněmi, který nezohledňuje nákladové úroky, tedy ani způsob financování podniku;
- a *EBITDA* (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) = zisk před úroky, daněmi a odpisy, který umožňuje srovnání výkonnosti bez ohledu na uplatňované politiky odepisování.

Ovšem během dlouhé doby používání poměrové analýzy se vyvinuly desítky nejrůznějších poměrových ukazatelů, které se mnohdy moc nelišily svým významem. Dnes se za ustálené základní oblasti ukazatelů považuje oblast rentability, zadluženosti, likvidity, aktivity (obratu) a ukazatele vycházející z údajů kapitálového trhu. Někdy se k nim přidávají ukazatele na bázi výkazu peněžních toků. Popisem metodologie poměrových ukazatelů se zabývá podkapitola 2.3.1. Jednotlivé ukazatele vyjadřujeme v procentech, v peněžních jednotkách či ve vyjádření bezrozměrném.

Každý poměrový ukazatel hodnotí stav či vývoj podniku v jednom čísle. Jednotlivé ukazatele mezi sebou mají určité souvislosti a závislosti, které se využívají ve finanční analýze pro sestavování **soustav poměrových ukazatelů**. Jak píší Neumaierovi (2002, str.86), „nástrojem pro vyhodnocení výkonnosti firmy mohou být:

- paralelní ukazatelové soustavy,
- rychlé bankrotní a bonitní indikátory,
- pyramidové soustavy ukazatelů.“

Paralelní soustavy jsou oblíbené pro svou jednoduchost výpočtu, avšak charakterizují vybrané ukazatele bez matematické přesnosti (bez popisu vazeb). Oproti tomu **pyramidová soustava ukazatelů** má nespornou přednost – umožňuje odhalit vzájemně existující vazby mezi ukazateli. U tohoto typu rozkladu dochází k postupnému rozkladu vrcholového ukazatele na ukazatele dílčí a vyčísluje se jejich vliv na (obvykle) meziroční změnu, přičemž postupujeme do stále hlubších úrovní. Jedná se tedy o přesně matematicky vyjádřený rozbor. Pro rychlou orientaci investorů a věřitelů slouží **bankrotní a bonitní indikátory**, kterým je věnována kapitola 2.4.2.

Při rozkladu soustav ukazatelů se používají dva základní postupy, které vychází z metodologie analýzy odchylek. První postup se užívá, pokud je mezi ukazateli **vazba aditivní** (součet či rozdíl). Vyčíslení vlivu u aditivní vazby je obecně platné a celková změna je rozdělena podle poměru změny ukazatele na celkové změně ukazatelů. Obecný vzorec vypadá takto:

$$\Delta x_{ai} = \frac{\Delta a_i}{\sum \Delta a_i} \cdot \Delta y_x, \quad (2.1)$$

kde Δx_{ai} je vliv dílčího ukazatele a_i na analyzovaný ukazatel x , Δa_i je dílčí ukazatel ve výchozím období, Δy_x je přírůstek vlivu ukazatele x .

Druhým typem vazby ukazatelů je **vazba multiplikativní**, u které se pro vyčíslení vlivu používá jedna ze čtyř základních metod - metoda postupných změn, metoda rozkladu se zbytkem, logaritmická metodou nebo metoda funkcionální. Blíže bude specifikována logaritmická a funkcionální metoda rozkladu, které budou i následně aplikovány v praktické části práce. Nejčastějším předmětem rozkladu bývá ukazatel *ROE* či *ROA*, z modernějších ukazatelů pak především ukazatel *EVA*.

Logaritmická metoda rozkladu je široce známa a v praxi hojně využívána. Jak píše Dluhošová (2010), u této metody je zobrazena kombinovaná změna všech ukazatelů při vysvětlení jednotlivých vlivů, metoda je tedy založena na spojitých výnosech. Výhodou je, že při výpočtu nezáleží na pořadí ukazatelů (jako například u metody postupných změn) a nevznikají zde ani zbytky (jak je tomu při výpočtu pomocí metody rozkladu se zbytkem). Za nevýhodu může být považována nemožnost výpočtu logaritmu ze záporného indexu. Vyjádření vlivu jednotlivých ukazatelů lze zapsat vzorcem:

$$\Delta x_{ai} = \frac{\ln I_{a_i}}{\ln I_x} \cdot \Delta y_x, \quad (2.2)$$

kde $\ln I_{a_i}$ a $\ln x$ znamenají spojitý výnos ukazatelů a_i a x a přitom platí, že $I_x = x_1 / x_2$ a $I_{a_i} = a_{i,1} / a_{i,0}$.

Funkcionální metoda rozkladu pracuje oproti metodě předchozí s diskrétními výnosy (R). Výhody použití jsou stejné jako u metody logaritmické, navíc tuto metodu lze využít i při záporných indexech. Obecně lze určit vliv při rovnoměrném dělení takto:

$$\Delta x_{a_i} = \frac{1}{R_x} * R_{a_i} * \left(1 + \sum_{j \neq i} \frac{1}{2} * R_{a_j} + \sum_{\substack{j \neq i \\ k \neq i \\ k > j}} \frac{1}{3} * R_{a_j} * R_{a_k} + \sum_{\substack{j \neq i \\ k \neq i \\ m \neq i \\ k > j \\ m > k}} \frac{1}{4} * R_{a_j} * R_{a_k} * R_{a_m} + \dots \right) \Delta y_x. \quad (2.3)$$

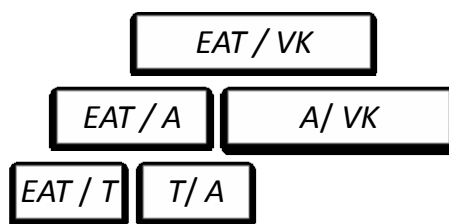
Jedním z nejznámějších typů rozkladu je **rozklad du Pont**, kdy dochází k rozkladu jednoho z klíčových ukazatelů rentability ROE (viz podkapitola 2.4.1.1), na tři hlavní determinanty: ziskovou marži, obrat aktiv a finanční páku.

$$ROE = \frac{EAT}{VK} = \frac{EAT}{T} \cdot \frac{T}{A} \cdot \frac{A}{VK}, \quad (2.4)$$

kde VK je vlastní kapitál, T jsou tržby a A jsou celková aktiva.

Stejný Du Pont rozklad lze schematicky uspořádat také pro znázornění pyramidové soustavy ukazatelů, za předpokladu, že součin *ziskové marže* a *obratu aktiv* reprezentuje v první úrovni rozkladu *výnosnost aktiv* (viz obrázek 2.1).

Obrázek 2.1: Rozklad Du Pont



Zdroj: vlastní.

2.4.1 Poměrové ukazatele

Tato skupina tradičně používaných měřítek hodnocení výkonnosti podniku je oblíbená především pro svou univerzálnost a praktickou využitelnost. Základní oblasti poměrové analýzy jsou oblast rentability, zadluženosti (finanční stability), likvidity a aktivity, podle okolností se analyzují i další oblasti, např. u akciových společností se využívají údaje kapitálového trhu nebo se mohou počítat ukazatele na bázi finančních toků podniku. Vyhodnocení jednotlivých ukazatelů, tj. hodnocení hospodaření podniku a jeho výkonnosti, se provádí na základě doporučených hodnot, plánovaných hodnot, sledujeme vývoj jednotlivých ukazatelů v čase a často také výsledky slouží pro porovnání podniku s vývojem odvětví. V posledních letech se také rozvíjí tzv. *benchmarking*, jehož smyslem je zjištění pozice podniku na trhu a následné porovnání s konkurencí, které by mělo vést k posílení pozice podniku na trhu (to vše při využití svých silných a slabých stránek).

2.4.1.1 Oblast rentability

Ukazatele rentability poměřují zisk (*EBIT*, *EAT* aj.) s vloženým kapitálem. Jsou to ukazatele relativní, využitelné pro srovnání v čase i v mezipodnikové oblasti. Pavelková a Knápková (2007, str. 28) píší, že „ukazatele rentability ukazují kombinovaný vliv likvidity, řízení aktiv a zadluženosti na výsledek hospodaření.“ Vyjadřují se v procentech. Podle typu použitého kapitálu rozlišujeme rentabilitu aktiv, vlastního kapitálu či dlouhodobě investovaného kapitálu, dále se zisk poměřuje s celkovým množstvím tržeb či celkovými náklady. Za pozitivní vývoj v čase se považuje růst jednotlivých ukazatelů.

Rentabilita aktiv (*ROA*, *rentability of assets*) je klíčovým ukazatelem rentability. Poměřuje zisk a celková aktiva podniku. Je to ukazatel produkce zisku při použití celkových aktiv vložených do podnikání, bez ohledu na to, z jakých zdrojů daný majetek pochází. Proto se zde pro výpočet používá zisk před úhradou úroků a daní (*EBIT*), aby nedošlo ke zkreslení výsledků změnou daňových sazeb či změnou struktury financování podniku. Za pozitivní vývoj v čase se považuje dlouhodobý růst.

$$ROA = \frac{EBIT}{A}. \quad (2.5)$$

Rentabilita vlastního kapitálu (*ROE*, rentability of equity) vyjadřuje celkovou výnosnost kapitálu vloženého vlastníky podniku. Z kategorie zisku se zde používá zisk po úrocích a zdanění (*EAT*), neboť vlastníky zajímá skutečný výsledný efekt, který jim z podnikání plyne. Ukazatel by se neměl pohybovat pod úrovní alternativních nákladů na kapitál.

$$ROE = \frac{EAT}{VK}. \quad (2.6)$$

Rentabilita dlouhodobých zdrojů (*ROCE*, return on capital employed) je ukazatel vyjadřující efekt z dlouhodobých investic zapojených do fungování podniku, které jsou součtem *VK* a dlouhodobých dluhů podniku (*CZ_{dl.}*). Výsledné procento by mělo být vyšší, než výše úroků z úvěrů a půjček, protože jinak vede každé další zadlužení podniku ke snížení zisku pro vlastníky. Ukazatel *ROCE* často slouží k mezipodnikovému srovnání.

$$ROCE = \frac{EBIT}{VK + CZ_{dl.}}. \quad (2.7)$$

Rentabilita tržeb (*ROS*, return on sales) neboli stupeň ziskovosti podniku vyjadřuje, kolik korun zisku přinese jedna koruna z celkových tržeb. Jde tedy o vyjádření ziskové marže podniku.

$$ROS = \frac{EBIT}{T}. \quad (2.8)$$

Ukazatel rentability nákladů (*ROC*, return on capital) udává, kolik korun čistého zisku získá podnik vložením jedné koruny z celkových nákladů (*N*). Čím je tento ukazatel vyšší, tím lépe jsou zhodnoceny vynaložené náklady do hospodářského procesu. Dále je vhodné sledovat také dílčí náklady, jejich vývoj v čase, případně lze provést mezipodnikové srovnání.

$$ROC = \frac{EAT}{N}. \quad (2.9)$$

Doplňujícím ukazatelem může být i **ukazatel čistého ziskového rozpětí** (*ČZR*), který vyjadřuje poměr mezi ziskem a celkovými výnosy podniku (*V*). Pokud

ukazatel klesá, je to zapříčiněno snížením zisku nebo růstem nákladů. Pokud je ukazatel nižší než oborový průměr dosahuje společnost nižšího zisku nebo má větší náklady než jeho konkurence.

$$\text{Čisté ziskové rozpětí} = \frac{EAT}{V}. \quad (2.10)$$

2.4.1.2 Oblast zadluženosti

Tato oblast finanční analýzy indikuje výši rizika, kterou podnik podstupuje při dané struktuře zdrojů financování. Analýza zadluženosti prozrazuje vztah podnikových aktiv a zdrojů jejich financování. Vytvořená finanční struktura každého podniku by měla mít pozitivní vliv na rentabilitu a současně by neměla ohrožovat likviditu podniku. Z toho je jasné patrné, že určitá míra zadlužení má na podnik pozitivní vliv. K oblíbeným ukazatelům patří celková zadluženost kapitálu (možno rozdělit na dlouhodobou a běžnou), zadluženost vlastního kapitálu a ukazatel úrokového krytí (příp. jeho převrácená hodnota nazývaná jako úrokové zatížení). Většina ukazatelů v oblasti zadlužení by v dlouhodobém horizontu měla mít klesající charakter, výjimkou je ukazatel úrokového krytí, který by měl v čase růst. Výsledky se vyjadřují v procentech (opět s výjimkou ukazatele úrokového krytí).

Celková zadluženost hodnotí přiměřenost zadlužení podniku. Vypočte se jako podíl celkových cizích zdrojů (CZ) k celkovým aktivům a vypovídá o tom, jaký podíl mají věřitelé na celkovém kapitálu, který financuje majetek podniku. Tento ukazatel je významný především pro dlouhodobé věřitele (např. banky), ovlivňuje věřitelské riziko a výnosnost podniku.

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{CZ}{A}. \quad (2.11)$$

Zadluženost vlastního kapitálu hodnotí poměr cizích a vlastních zdrojů financování. Jak tvrdí D. Dluhošová (2010), u stabilních podniků se akceptovatelná výše zadlužení vlastního kapitálu pohybuje zhruba od 80 % do 120 %.

$$\text{Zadluženost VK} = \frac{CZ}{VK}. \quad (2.12)$$

Ukazatel úrokového krytí charakterizuje zadluženost s použitím položek výkazu zisku a ztráty a vypovídá o schopnosti podniku splácet své úroky. Podmínkou výpočtu je tedy financování podniku cizími úročenými zdroji. Ukazatel by měl dosahovat nejméně výsledku jedna, což by znamenalo, že podnik vydělává právě na zaplacení úroků z cizích zdrojů.

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{placené úroky}}. \quad (2.13)$$

Ukazatel finanční páky demonstruje, jakým podílem se na financování celkových aktiv podílí vlastní kapitál. Čím je podíl cizích zdrojů vyšší, tím je i vyšší ukazatel finanční páky.

$$\text{Finanční páka} = \frac{A}{VK}. \quad (2.14)$$

2.4.1.3 Oblast likvidity

V této oblasti se sleduje schopnost podniku dostát svým závazkům. Likvidita závisí na tom, zda a jak rychle je podnik schopen inkasovat své pohledávky či přeměnit své výrobky či zásoby v peněžní prostředky. Obecně jde tedy u těchto ukazatelů o poměření toho, čím je možno platit (čitatel) a tím, co je třeba zaplatit (jmenovatel). Ve jmenovateli se pak dosazuje postupně podle likvidity likvidní majetkové složky. Každý z ukazatelů má své doporučené rozmezí, ve kterém by se měla jeho hodnota pohybovat. Posuzovat by se měl však především jeho vývoj v čase. Doporučené hodnoty jednotlivých ukazatelů budou převzaty z publikace Dluhošová (2010).

Celková (běžná) likvidita $L3$ je základním ukazatelem této oblasti, poměřuje objem oběžných aktiv (OA) s objemem krátkodobých závazků (KZ). Ty jsou součtem krátkodobých závazků a krátkodobých úvěrů. Doporučená výše běžné likvidity je 1,5 až 2,5.

$$\text{Celková likvidita} = \frac{OA}{KZ}. \quad (2.15)$$

Pohotov likvidita $L2$ bere v úvahu, že zásoby (Z) jsou nejméně likvidní ast oběžných aktiv, proto se do výpočtu nezahrnují. Doporuen hodnota je mezi 1,0 – 1,5.

$$\text{Pohotov likvidita} = \frac{OA - Z}{KZ}. \quad (2.16)$$

Okamit (hotovostn) likvidita $L1$ je duleit především z krátkodobého hlediska, do výpočtu se zahrnují pouze nejlikvidnej formy aktiv (hotovost, peníze na účtech v bance aeky).

$$\text{Okamit likvidita} = \frac{PPP}{KZ}, \quad (2.17)$$

kde PPP jsou pohotov platební prostředky.

2.4.1.4 Oblast aktivity

Ukazatele aktivity vypovídají o relativn vázanosti kapitálu v různých formách aktiv, mr tedy schopnost podniku využívat své prostředky v hospodrskch aktivitách. Ukazatele této oblasti se dl na ukazatele obratu (tj. kolikrát za rok se dan položka obrat na peníze v trbch) a doby obratu (tj. počet dn, za kter se položky obrat na peníze v trbch). Nejčastěji se tento typ ukazatelů počítá pro celkov aktiva, zásoby, pohledávky, ppadn závazky.

U výpočtu **obratky** jsou ve jmenovateli vdy trby a v tateli pslun st aktiv či pasiv. Čím je ukazatel v, tm podnik efektivněji využívá danou st majetku.

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{T}{A}, \quad (2.18)$$

$$\text{obrat zásob} = \frac{T}{Z}, \quad (2.19)$$

$$\text{obrat pohledávek} = \frac{T}{\text{pohledávky z obchodního styku}}. \quad (2.20)$$

Dobu obratu vypočteme jako převrácenou hodnotu obratu aktiv vynásobenou 360 (což představuje počet dní v roce). Výsledek pak bude vycházet ve dnech, a čím bude tato doba kratší, tím rychleji se budou zásoby, závazky či pohledávky obracet v tržbách. Důležité v této oblasti je, aby doba obratu pohledávek byla menší nebo rovna době obratu závazků, aby se podnik nedostal do platebních problémů.

$$Doba\ obratu\ zásob = \frac{Z}{T} \cdot 360, \quad (2.21)$$

$$doba\ obratu\ závazků = \frac{ZAV}{T} \cdot 360, \quad (2.22)$$

$$doba\ obratu\ pohledávek = \frac{pohledávky\ z\ obchodního\ styku}{T} \cdot 360. \quad (2.23)$$

2.4.1.5 Ukazatele na bázi peněžních toků (cash flow)

Tato skupinka ukazatelů informuje o peněžních tocích podniku, tj. o jeho příjmech a výdajích. V rámci finanční analýzy se pro zjištění finanční stability počítá například rentabilita VK z cash flow, (pohotová) likvidita z cash flow (CF), doba návratnosti úvěru či stupeň oddlužení. Všechny následující ukazatele se vyjadřují v procentech.

$$Rentabilita\ vlastního\ kapitálu\ z\ CF = \frac{CF\ z\ provozní\ činnosti}{VK}. \quad (2.24)$$

$$Likvidita\ z\ CF = \frac{CF\ z\ provozní\ činnosti}{CZ_{kr.}}, \quad (2.25)$$

kde $CZ_{kr.}$ jsou krátkodobé cizí zdroje.

$$Stupeň\ oddlužení = \frac{CF\ z\ provozní\ činnosti}{CZ}. \quad (2.26)$$

2.4.2 Souhrnné (komplexní) modely hodnocení podniku

Kromě jednotlivých poměrových ukazatelů a jejich rozkladů se při hodnocení finanční pozice podniku využívají i tzv. souhrnné modely hodnocení finanční pozice podniku (souhrnné indexy). Jejich hlavním cílem je pomocí vybraných poměrových ukazatelů, kterým jsou přiřazeny přesně dané váhy, jedním číslem zhodnotit kvalitu podniku, neboli rozlišit podnik „zdravý“ od „nemocného“. Na základě historických dat je vytvářena predikce budoucího vývoje, proto v literatuře lze najít pro tuto oblast ještě další názvy, jako např. systém včasného varování či predikční modely finanční úrovně. Obecně se mluví o rychlých bankrotních a bonitních modelech. „Bonitní indikátory odrážejí míru kvality firmy podle její výkonnosti (jako stroje na peníze), jsou tedy orientovány na investory a vlastníky, kteří nemají k dispozici údaje pro propočet čisté současné hodnoty firmy. Bankrotní indikátory jsou určeny především věřitelům, jež zajímá schopnost podniku dostát svým závazkům, resp. ratingové hodnocení,“ jak píše Neumaierovi (2002, str. 93). Oba typy modelů vychází z předpokladu, že již několik let před úpadkem dochází k určitým jevům ve vývoji finanční situace podniku, které upozorňují na ohrožení často vedoucí až k bankrotu.

K nejpoužívanějším predikčním modelům patří Altmanův index důvěryhodnosti, Kralickův Quick-test a v neposlední řadě také Indexy *IN*, které byly manželi Neumaierovými sestaveny přímo pro podmínky České republiky. Poslední model je také podrobněji popsán v podkapitole 2.4.2.1 a následně použit v praktické části práce, neboť je nejlépe aplikovatelný na české podniky a prostředí. Všechny predikční modely mají pouze doplňkový charakter, jejich výpočty navazují na poměrovou analýzu (využívají poměrové ukazatele), která detailně zkoumá jednotlivé oblasti hospodaření podniku. Jde o vyjádření pravděpodobného vývoje podniku na základě dosavadního vývoje hospodaření.

2.4.2.1 Indexy *IN*

Indexy *IN* jsou moderní metodologický nástroj, který lze zařadit do poměrně velké skupiny bonitních a bankrotních modelů. Tuto metodiku vytvořili čeští autoři Inka a Ivan Neumaierovy, kteří analyzovali data 1 000 českých průmyslových podniků, aby vytvořili vhodný index důvěryhodnosti, který by odrazil zvláštnosti nejen českých účetních výkazů, ale i celkové české ekonomické situace. Na základě

svých zkušeností s analýzou finančního zdraví podniků a matematicko-statistických modelů podnikového ratingu postupně sestavují souhrnnou metodiku hodnocení podniku. Nejprve byl v roce 1995 představen **index IN95**, který je bankrotního charakteru, tedy stejně jako Altmanův index signalizuje možné ohrožení podniku bankrotem. Vyjadřuje tedy signál pro věřitele.

$$IN\ 95 = V_1 \cdot \frac{A}{CZ} + V_2 \cdot \frac{EBIT}{U} + V_3 \cdot \frac{EBIT}{A} + V_4 \cdot \frac{T}{A} + V_5 \cdot \frac{OA}{KZ + KBÚ} + V_6 \cdot \frac{ZPL}{T}, \quad (2.27)$$

kde A/CZ je finanční páka, $EBIT/U$ je úrokové krytí, $EBIT/A$ vyjadřuje produkční sílu, T/A je obrát aktiv, $OA/(KZ+KBÚ)$ vyjadřuje celkovou likviditu (likvidita 3. stupně), ZPL/T je doba obratu závazků po lhůtě splatnosti a V_1 až V_6 jsou váhy přiřazené jednotlivým ukazatelům (vyjadřují jejich významnost).

Pomocí modelu *IN95* lze podnik hodnotit jak v rámci celé ekonomiky (použijeme váhy pro celou ekonomiku), tak v rámci svého odvětví (použijeme váhy ukazatelů v daném odvětví). Váhy V_2 a V_5 jsou v rámci odvětví i celé ekonomiky neměnné ($V_2 = 0,11$ a $V_5 = 0,1$), neboť u splácení úroků a závazků by měl být likvidní každý podnik, bez ohledu na odvětví. Podniky mající hodnotu tohoto indexu vyšší než 2 nemají problémy s placením svých závazků, naopak podniky s hodnotou pod 1 již problémy s plněním svých závazků mají. V rozmezí těchto hodnot 1 až 2 se podniky pohybují v tzv. *šedé zóně* a hodnotí se jako rizikové. Úspěšnost indexu je více než 70%.

Následně se manželé Neumaierovi rozhodli zkonstruovat index akceptující vlastnický pohled. Jak píší Neumaierovi (2002, str. 97), „...pro určení důležitosti ukazatelů indexu *IN* z hlediska tvorby hodnoty byla použita diskriminační analýza. Pomocí tohoto postupu byly revidovány váhy ukazatelů indexu *IN95* platné pro ekonomiku ČR s ohledem na jejich význam pro dosažení kladné hodnoty ekonomického zisku (*EVA*).“ Výsledkem je **index IN99**:

$$IN\ 99 = 0,017 \cdot \frac{A}{CZ} + 4,573 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,481 \cdot \frac{T}{A} + 0,015 \cdot \frac{OA}{KZ + KBÚ}. \quad (2.28)$$

Zde jsou základní hraniční hodnoty 2,07 a 0,684. Pokud se pohybuje výsledek nad horní hranicí, podnik dosahuje ekonomického zisku (vytváří hodnotu pro vlastníky), pokud pod spodní hranicí, podnik vytváří tzv. záporný ekonomický

zisk. Šedá zóna je zde poměrně široká a je signálem problémů v podniku. Záleží pak, které hranici se výsledek indexu více přibližuje. Rozlišují se následující intervaly šedé zóny:

- 2,07 až 1,42, kdy podnik spíše tvoří hodnotu pro vlastníka,
- 1,42 až 1,089, kdy výsledek nelze jednoznačně určit
- a 1,089 až 0,684, kdy podnik spíše netvoří hodnotu pro vlastníky.

Index *IN* je postaven na datech z roku 1999 a jeho úspěšnost je vyčíslena na více než 85 %.

K propojení předchozích indexů a úhlů pohledů (věřitele i vlastníka) dochází konečně v **indexu IN01**, který vznikl v roce 2002 z analýzy dat 1915 podniků. Hodnota indexu vyšší než 1,77 vyjadřuje, že podnik vytváří s 67% pravděpodobností hodnotu. Hodnota nižší než 0,75 vyjadřuje, že se společnost s 86% pravděpodobností blíží bankrotu. Mezi těmito hodnotami opět existuje šedá zóna.

$$IN\ 01 = 0,13 \cdot \frac{A}{CZ} + 0,04 \cdot \frac{EBIT}{U} + 3,92 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,21 \cdot \frac{T}{A} + 0,09 \cdot \frac{OA}{KZ + KBÚ}. \quad (2.29)$$

Zatím posledním indexem *IN* je druhý bonitně-bankrotní **index IN05**, který je aktualizací modelu předchozího. Obsahuje opět pět indikátorů hodnotících vytváření zisku před úroky a zdaněním, dále způsob dělení tohoto vytvořeného zisku a taktéž indikátor vypovídající o likviditě. Změnu lze vidět v přiřazení vyšší váhy produkční síle podniku. Interpretace výsledků je stejná jako u *IN01* s tím rozdílem, že dolní hranice je 0,9 a horní 1,6.

$$IN\ 05 = 0,13 \cdot \frac{A}{CZ} + 0,04 \cdot \frac{EBIT}{U} + 3,97 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,21 \cdot \frac{T}{A} + 0,09 \cdot \frac{OA}{KZ + KBÚ}. \quad (2.30)$$

K hlavním výhodám indexů *IN* patří jednoduchost výpočtu s jednoznačným (orientačním) výsledkem, potřeba pouze veřejně dostupných podnikových dat (např. z výročních zpráv) a možnost využití modelů bez ohledu obchodovatelnosti akcií podniku na kapitálovém trhu.

2.4.2.2 Další predikční modely

V této části bude představen výčet publikovaných modelů, které však pro české podnikové prostředí nemají plnou výpovědní hodnotu, neboť byly vytvářeny v jiných než českých podmínkách (tj. na jiných předpokladech).

První finanční analytik, který využil poměrové ukazatel finanční analýzy pro prognózu bankrotu podniku, byl **W. H. Beaver**. Ten ve svých analýzách porovnával 79 zbankrotovaných firem se 79 nezbankrotovanými. V závěru své studie představil souhrn ukazatelů a jejich trendů, které mají vypovídající hodnotu o úpadku společnosti již 5 let před bankrotem. Ukazatele a jejich trend u ohrožené společnosti uvádí tabulka 2.1.

Tabulka 2.1: Parametry Beaverova modelu

Ukazatel	Trend u ohrožených firem
VK / A	klesá
PH / A	klesá
BU / CZ	roste
CF / CZ	klesá
PK / A	klesá

kde PH vyjadřuje pokračující hodnotu a PK je pracovní kapitál.

Zdroj: D. Dluhošová – Finanční řízení a rozhodování podniku (2006, str.97)

Jeden z nejznámějších bankrotních indikátorů je **Altmanův index důvěryhodnosti**, u kterého se počítá tzv. *Z score*. U podniků kótovaných na kapitálovém trhu se skóre vypočte takto:

$$Z\ score = 1,2 \cdot \frac{PK}{A} + 1,4 \cdot \frac{NZ}{A} + 3,3 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,6 \cdot \frac{P}{D} + 1 \cdot \frac{T}{A}, \quad (2.31)$$

kde PK je pracovní kapitál, NZ je nerozdělený zisk, P je tržní cena akcií a D jsou celkové dluhy.

Pokud je výsledné skóre nad 2,9, pak se jedná o podnik s minimálním rizikem bankrotu. Pokud je skóre menší než 1,2 jde o podnik a vysokou pravděpodobností bankrotu. Mezi hodnotami 1,2 a 2,9 je šedá zóna, kdy nelze podnik jednoznačně zařadit. Jiný výpočet je pro podniky neobchodovatelné na kapitálovém trhu,

místo tržní hodnoty akcií (neboli tržní hodnoty vlastního kapitálu) dosadíme výši kapitálu základního (ZK):

$$Z_{score} = 0,72 \cdot \frac{PK}{A} + 0,85 \cdot \frac{NZ}{A} + 3,11 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,42 \cdot \frac{ZK}{D} + 1 \cdot \frac{T}{A}. \quad (2.32)$$

Hraniční výsledky jsou 2,9 a 1,2. Překonání horní hodnoty vypovídá o bezproblémovosti podniku (nebankrotující podnik) a hodnoty pod spodním skóre dosahovaly podniky blížící se bankrotu.

Poslední modifikace Altmanova modelu je z roku 1995 a je určena pro nevýrobní podniky a rozvojové ekonomiky. Odpadá zde poslední poměrový ukazatel produkční síly a vzorec výpočtu je pak následující:

$$Z_{score} = 6,56 \cdot \frac{PK}{A} + 3,26 \cdot \frac{NZ}{A} + 6,72 \cdot \frac{EBIT}{A} + 1,05 \cdot \frac{X}{D}, \quad (2.33)$$

kde za X dosadíme účetní či tržní hodnotu vlastního kapitálu podle toho, zda je podnik kótovaný na kapitálovém trhu. Podniky v šedé zóně mají výsledné skóre mezi hodnotami 1,1 a 2,6. U podniků s výsledkem nad 2,6 je jen minimální pravděpodobnost bankrotu, naopak výsledek pod 1,1 vypovídá o vysoké pravděpodobnosti bankrotu.

Z ratingových modelů je asi nejznámější **Kralickuv Quick-test** z roku 1990, kde jsou za dané intervaly, v kterých se pohybují ukazatele podniku, přidělovány body a výsledek je určen kritériem váženého průměru. Tímto modelem lze hodnotit jak finanční stabilitu podniku, tak lze také provést souhrnné hodnocení finanční situace.

K predikčním modelům řadíme rovněž **Taflerův bankrotní model** z roku 1977 či **Tamariho ratingový model** z roku 1966. Důležité je připomenout, že celá skupina predikčních modelů předkládá pouze orientační informace o podniku a nemůže nahradit podrobnou finanční analýzu.

2.5 Moderní metody měření výkonnosti

V důsledku kritiky klasických ukazatelů se vyvíjejí a v podnikové praxi začínají hojně využívat nové přístupy měření a řízení podnikové výkonnosti. Již není za nejvyšší cíl podniku považováno dosahování (účetního) zisku, ale základním požadavkem je vytvářet hodnotu pro vlastníky (*shareholder value*) neboli maximalizovat akcionářskou hodnotu. K vývoji nových přístupů přispěla i rostoucí efektivnost kapitálových trhů. Využívají se modifikace nejrůznějších finančních ukazatelů, aby se lépe identifikovalo, které procesy a činnosti reálně a dlouhodobě mají pozitivní vliv na růst hodnoty pro akcionáře a na růst celkové hodnoty podniku. Požadavek akcionářů je, aby výnosnost prostředků vložených do podniku byla vyšší než výnos, který by při stejném riziku mohli získat jinde. Podnikový cíl růstu *shareholder value* tedy znamená plnění cílů akcionářů – maximalizace jejich užitku skrze maximalizaci jejich majetku (bohatství). Širším pojmem je pak *stakeholder approach* (přístup), kdy do podnikových cílů jsou zahrnuty zájmy nejen akcionářů, ale i věřitelů, zaměstnanců, spolupracovníků a dalších. Nejznámějšími moderními měřítky výkonnosti je ukazatel ekonomické přidané hodnoty *EVA* a tržní přidané hodnoty *MVA*. Rozdílnost těchto ukazatelů se spatřuje v pohledu hodnocení – *EVA* hodnotí výkonnost podniku z pohledu managementu a *MVA* z pohledu trhu. Oba tyto ukazatele má jako svou obchodní značku zaregistrována společnost Stern, Steward & Co. Ekonomické ukazatele měří výkonnost pouze z historických dat, kdežto tržní indikátory v sobě zohledňují ceny akcií, které odrážejí očekávání investorů ohledně tvorby hodnoty podnikem v budoucnu.

Nejprve vznikaly ukazatele ekonomické, které porovnávají výnosy s náklady na kapitál. Jako nejvhodnější ekonomický ukazatel tvorby hodnoty je vhodné použít **diskontované peněžní toky** (*DCF*, discounted cash flows) pro vyčíslení čisté současné hodnoty (*NPV*, net present value). Tato metoda se využívá u hodnocení investic. *DCF*, na rozdíl od volného cash flow (*FCF*, free cash flow), zohledňuje riziko a čas. *NPV* vypočteme jako rozdíl mezi současnou hodnotu volných peněžních toků a kapitálovým výdajem spojeným s investicí. Tyto peněžní prostředky jsou diskontovány náklady na kapitál. Pokud je výsledná *NPV* kladná, pak je projekt pro podnik přijatelný, zaručuje požadovanou míru výnosnosti a jeho realizace zvyšuje tržní hodnotu podniku. Model je postaven na predikci budoucího vývoje podniku,

největším úskalím je pak odhad budoucích volných finančních toků. Z tohoto hlediska se stává model obtížným pro přesný výpočet.

Dlouhodobou součástí ekonomické a finanční teorie je **ukazatel ekonomické přidané hodnoty EVA**, který měří, jak společnost přispěla svými aktivitami ke zvýšení či snížení hodnoty pro své vlastníky (za dané období). Ekonomické přidané hodnotě se více věnuje podkapitola 2.5.1.

Obdobou ukazatele diskontovaných peněžních toků je **ukazatel CF ROI** (rentabilita investic založená na CF), hodnota podniku se v tomto případě opět odvíjí od v budoucnu očekávaných čistých peněžních toků, které jsou za pomoci diskontní sazby (očekávaný výnos investora) převedeny na současnou hodnotu. Výsledná hodnota ukazatele CF ROI (vnitřní výnosové procento) se nakonec porovná s průměrnými náklady na kapitál (WACC). Pokud tato rentabilita investic převyšuje WACC, podnik vytváří hodnotu. Ukazatel vyvinula firma HOLD Value Associates. Model pracuje s hodnotami, které jsou očištěny od inflace, a díky tomu lze výkonnost porovnávat jak v čase, tak i u podniků v různých zemích.

Výkonnost podniku z pohledu trhu se hodnotí nejčastěji pomocí ukazatele tržní přidané hodnoty MVA, který měří rozdíl mezi tržní hodnotou podniku (MV, market value) a investovaným kapitálem (C, capital) pomocí tzv. *hodnotového rozpětí*.

$$MVA = MV - C. \quad (2.34)$$

Tržní přidaná hodnota je kladný rozdíl mezi celkovou tržní a účetní hodnotou podniku. Znamená to, že se podniku podařilo svým hospodařením vytvořit akcionářskou hodnotu. MVA na bázi zúženého hodnotového rozpětí se vyjádří následovně:

$$MVA = MVE - BVE, \quad (2.35)$$

kde MVE vyjadřuje tržní hodnotu vlastního kapitálu a BVE účetní.

Jestliže kurz akcií podniku na efektivním akciovém trhu odráží všechny relevantní dostupné informace, pak se může tento ukazatel považovat za nejpřesnější měřítko výkonnosti podniku. Tržní přidaná hodnota může být také určena jako současná hodnota (PV, present value) budoucích EVA v jednotlivých letech t až T .

$$MVA = PV(EVA) = \sum_t^T EVA_t \cdot (1 + R)^{-t}, \quad (2.36)$$

kde R jsou náklady kapitálu.

Ukazatel MVA by měl dosahovat co nejvyšší hodnoty, přičemž k jeho zvyšování dochází, pokud investovaný kapitál vydělá více, než jaké jsou jeho náklady. Za nevýhody se považuje fakt, že nelze výsledek MVA porovnat s očekáváním investorů a že lze hodnotu ukazatele stanovit pouze u podniku, jehož akcie jsou veřejně obchodovatelné na kapitálovém trhu. Úskalí aplikace také může být nedostatečně rozvinutý kapitálový trh.

Přímé změny v bohatství akcionářů dokáže měřit **ukazatel tržního výnosu akciového kapitálu TSR** , jedná se tedy o měřítko mající vypovídající hodnotu pro vlastníky. Výsledné TSR se udává v procentech a je součtem dividendového výnosu (vyplacených dividend) a výnosu kapitálového. Hodnota akcií je odvozena od očekávané výnosnosti stávajících aktiv a budoucího výnosu z kapitálových trhů.

2.5.1 Ekonomická přidaná hodnota

Moderní a oblíbenou metodou hodnocení výkonnosti podniku je využití ukazatele ekonomické přidané hodnoty. Ukazatel oproti svým předchůdcům pracuje nejen s cenou cizího kapitálu, ale i s náklady na kapitál vlastní. Vychází se z toho, že podnik musí vyprodukovat minimálně takový zisk, aby pokryl náklady celkového investovaného kapitálu. Jinými slovy výsledná EVA je zisk po úhradě nákladů na vložený kapitál (v literatuře se lze setkat také s pojmem „nadzisk“). Svou popularitu si získal ukazatel v 90. letech 20. století v USA, kde se postupně stal základem pro podnikové plánování a sledování výkonnosti podniku. EVA je ukazatel absolutní, nepotřebuje tedy žádný srovnávací standard a je samostatně využitelným kritériem při hodnocení výkonnosti. Aby se dalo říci, že podnik vytváří hodnotu, výsledná hodnota EVA musí být kladná. Ukazatel EVA má klíčovou pozici nejen při měření výkonnosti podniku, ale i při stanovení hodnoty podniku, rozhodování o nových investičních projektech či o odměnách manažerů.

Základní podoba výpočtu se provádí na tzv. *bázi provozního zisku* a představuje rozdíl čistého výnosu z provozní činnosti podniku a nákladů kapitálu.

$$EVA = NOPAT - C \cdot WACC, \quad (2.37)$$

kde *NOPAT* je zdaněný zisk z operační činnosti podniku, *C* představuje kapitál vázaný v aktivech podílejících se na operační činnosti podniku a *WACC* jsou průměrné náklady na kapitál. Ekonomickou přidanou hodnotu podnik v tomto případě vytváří, pokud *NOPAT* převyšuje požadavky subjektů, které poskytují podniku kapitál.

Další způsoby určení *EVA* používají ke svému výpočtu tzv. *spread*. Ten představuje reziduální výnos kapitálu, buďto celkového nebo vlastního. Výše *spreadu* by měla být co nejvyšší, nejdůležitější však je, aby byl kladný. Pouze kladný *spread* znamená kladnou výslednou hodnotu ukazatele *EVA*. Používá se pro srovnání jednotlivých období nebo i pro srovnání mezipodnikové. Existuje několik způsobů výpočtu *EVA* s využitím *spreadu*. První způsob je *na bázi hodnotového rozpětí*, kde se využívá reziduální výnos celkového kapitálu.

$$EVA = (ROC - WACC) \cdot C, \quad (2.38)$$

kde *ROC* představuje výnosnost investovaného kapitálu.

V praxi se také často využívá vyjádření *EVA na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí* neboli ***EVA Equity***, ve kterém se vychází pouze z výnosů vlastního kapitálu (R_E). Žádoucí je, aby byl *spread* co nejvyšší, neboť vyjadřuje, o kolik vyšší výnosnosti dosahuje vlastník podniku svou činností oproti investici alternativní.

$$EVA = (ROE - R_E) \cdot VK, \quad (2.39)$$

Poslední jmenovanou metodiku využívá pro své hodnocení i Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR a na základě výsledné hodnoty *EVA* řadí podniky do jedné ze čtyř kategorií:

- *I. kategorie* – podniky, které tvoří kladnou *EVA* a zároveň $ROE > R_E$;
- *II. kategorie* – podniky, kde bezriziková sazba (R_F) $< ROE < R_E$;
- *III. kategorie* – ziskové podniky, $0 < ROE < R_F$;
- *IV. kategorie* – ztrátové podniky, podniky se záporným *VK*.

Pro výpočet *EVA* je nutné definovat náklady na kapitál. **Náklady na vlastní kapitál** vyjadřují výnosové očekávání investorů, **náklady na kapitál cizí** pak úrok, který platí podnik věřiteli, snížený o tzv. daňový štít¹. Průměrné náklady na kapitál (*WACC*) se určí jako vážený průměr nákladů jednotlivých složek kapitálu.

$$WACC = R_D \cdot (1 - d) \cdot \frac{D}{C} + R_E \cdot \frac{VK}{C}, \quad (2.40)$$

kde R_D představuje průměr nákladů na úplatný cizí kapitál, $(1 - d)$ představuje daňový štít, D jsou úplatné cizí zdroje, VK je kapitál vlastní a C je hodnota úplatného kapitálu podniku, přičemž platí, že $C = D + VK$.

Za zmínku stojí také vzájemný vztah ukazatelů *EVA* a *MVA*. Ve většině případů platí přímo úměrný vztah mezi těmito ukazateli. U podniků, které vytváří ekonomický zisk, je očekáván nárůst cen akcií v čase a naopak. Jsou však i výjimky potvrzující pravidlo, kdy má podnik zápornou *EVA* a přesto je její *MVA* kladná. Vysvětlit tento paradox lze fluktuací nabídky a poptávky, očekáváním investorů a jinými aspekty, které nemají přímou spojitost s podnikovými výsledky.

2.5.1.1 Náklady vlastního kapitálu

Každý druh úplatného kapitálu má svůj náklad a lze tvrdit, že náklad na vlastní kapitál bude převyšovat náklad kapitálu cizího, což se odvíjí od různé velikosti rizika pro vlastníky a pro věřitele. Náklad na vlastní kapitál lze vyčíslit jako výnosnost stejně rizikové (alternativní) investice. Přesto se jeho výše neurčuje subjektivně, nýbrž k odhadu nákladu na vlastní kapitál používáme nejčastěji jeden ze čtyř základních metodologických nástrojů:

- model oceňování kapitálových aktiv (*CAPM*),
- arbitrážní model oceňování (*APM*),
- dividendový růstový model,
- stavebnicové modely.

¹ Daňovým štítem se rozumí efekt zvyšování rentability vlastního kapitálu použitím cizího kapitálu v kapitálové struktuře podniku. Tj. úroky z cizího kapitálu (jako součást nákladů) snižují zdaňovaný zisk, a tím snižují daňové zatížení podniku. Úroky z dluhu jsou daňově uznatelným nákladem. Výsledná výnosnost vlastního kapitálu se zvýší.

Prvním modelem je **CAPM**, který představuje tržní přístup k vyčíslení nákladů vlastního kapitálu. Model je jednofaktorový a vychází z lineárního vztahu výnosu daného portfolia a portfolia tržního, které představuje rizikový faktor.

$$E(R_E) = R_F + \beta_E \cdot [E(R_M) - R_F] \quad (2.41)$$

kde $E(R_E)$ je očekávaný výnos vlastního kapitálu, R_F je bezriziková sazba, β_E představuje koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos (odhad se provádí metodami regresní analýzy a je ovlivněn zadlužeností podniku) a $E(R_M)$ je očekávaný výnos tržního portfolia.

Dalším představitelem tržního přístupu je **arbitrážní model oceňování aktiv (APM)**, který patří k modelům vícefaktorovým. Rovnovážnou podmínkou je nemožnost dosahování arbitrážního zisku. Základní tvar modelu *APM* je:

$$E(R_E) = R_F + \sum \beta_{Ej} \cdot [E(R_j) - R_F] \quad (2.42)$$

kde β_{Ej} je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos j -tého faktoru a $E(R_j)$ je dodatečný výnos j -tého faktoru.

Dividendový růstový model, jak již název napovídá, lze použít pouze u akciových společností, vyplácejících dividendy. K předpokladům modelu patří nekonečně dlouhá držba akcií a konstantní hodnota vyplácené dividendy (*DIV*), pak lze určit tržní cenu akcie jako perpetuitu. Náklady vlastního kapitálu pak odpovídají požadované výnosnosti akcií. Model může být modifikován na *Gordonův dividendový model*, kde se předpokládá určité tempo růstu výše dividendy. Základní vztah bez růstu dividendy lze zapsat takto:

$$R_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}} \quad (2.43)$$

Posledním způsobem vyčíslení nákladů vlastního kapitálu je použití **stavebnicových modelů**, které se zaměřují jak na rizika systematická, tak na rizika nesystematická. Výhodou tohoto modelu oproti *CAPM* či modelu dividendovému je, že se dá použít i v ekonomice s nedokonalým kapitálovým trhem a zemích s čerstvě zavedenou tržní ekonomikou. Stavebnicový model je využíván i pro statistické účely

Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR. Náklad vlastního kapitálu je součtem bezrizikové sazby (R_F) a rizikové přírážky za riziko, která se dále skládá z přírážky za finanční stabilitu ($R_{FINSTAB}$), za podnikatelské riziko (R_{POD}) a velikost podniku či likvidnost akcií (R_{LA}),

$$R_E = R_F + R_{FINSTAB} + R_{POD} + R_{LA}. \quad (2.44)$$

Jednotlivé přírážky se stanovují z podnikových účetních dat a představují např. posouzení rizik tržních, oborových, výrobních, stupně diverzifikace, finančních či manažerských rizik a rizik organizační struktury.

Bezriziková sazba (R_F) se odvozuje z výnosnosti tzv. bezrizikových aktiv, za která jsou nejčastěji považovány desetileté státní dluhopisy.

Riziková přírážka za finanční stabilitu ($R_{FINSTAB}$) se stanovuje na bázi ukazatele celkové likvidity $L3$, který se porovnává s mezní hodnotou likvidity XL . Pokud je průměr průmyslu nižší než 1,25, pak $XL = 1,25$. Pokud je průměr průmyslu vyšší než 1,25, pak $XL = \text{průměr průmyslu}$. Následně se určí výše přírážky takto:

- když je $L3$ podniku $> XL$, pak $R_{FINSTAB} = 0$,
- když $L3 < 1$, pak $R_{FINSTAB} = 10 \%$,
- když $1 < L3 < XL$, pak se výše přírážky propočte následovně:

$$R_{FINSTAB} = \frac{(XL - L3)^2}{10 \cdot (XL - 1)^2}. \quad (2.45)$$

Riziková přírážka za podnikatelské riziko (R_{POD}) je dána porovnáním ukazatele produkční síly a ukazatele $X1$, který představuje nahrazování úplatného cizího kapitálu kapitálem vlastním. Podmínka zní:

$$\frac{EBIT}{A} \geq X1 \quad (2.46)$$

$$\text{a zároveň } X1 = \frac{UZ}{A} \cdot \frac{\dot{U}}{BU + O}, \quad (2.47)$$

kde UZ jsou úplatné zdroje (ty jsou součtem VK , bankovních úvěrů a obligací společnosti), BU jsou bankovní úvěry, O jsou obligace a \dot{U} jsou úroky.

Pokud:

$$\bullet \quad \frac{EBIT}{A} > X1, \text{ pak } R_{POD} = 0 \%, \quad (2.48)$$

$$\bullet \quad \frac{EBIT}{A} > 0, \text{ pak } R_{POD} = 10 \%, \quad (2.49)$$

$$\bullet \quad 0 \leq \frac{EBIT}{A} \leq X1, \text{ pak } R_{POD} = \frac{X1 - \frac{EBIT}{A}}{10 \cdot X1^2}. \quad (2.50)$$

Riziková přírážka za velikost podniku (R_{LA}) se počítá pomocí vyčíslení úplatných zdrojů, které jsou součtem vlastního kapitálu, bankovních úvěrů a obligací. Jestliže jsou:

- $UZ > 3$ mld. Kč, pak R_{LA} má hodnotu 0,00 %,
- $UZ < 100$ mil. Kč, pak hodnota R_{LA} je 5,00 %,
- $100 \text{ mil. Kč} < UZ < 3 \text{ mld. Kč}$, použije se přepočet podle vztahu:

$$R_{LA} = \frac{(3 \text{ mld} - UZ)^2}{168,2}. \quad (2.51)$$

2.5.1.2 Náklady cizího kapitálu

Náklady cizího kapitálu se nejčastěji vypočtou jako vážený průměr úrokových sazeb cizího kapitálu. Informace o úrokových sazbách cizího kapitálu lze najít v Příloze k účetní závěrce, která je součástí Výroční zprávy společnosti. V případě, že společnost využívá pouze jeden druh cizích zdrojů (například veškeré cizí zdroje jsou tvořeny jediným úvěrem), pak lze náklady kapitálu získaného touto jednou formou dluhu vyjádřit také jako úrok snížený o daňový štít,

$$R_D = i \cdot (1 - d), \quad (2.52)$$

kde i je úroková míra z dluhu a d je sazba daně. V případě rozvinutého kapitálového trhu v zemi se náklady cizího kapitálu odvodí z tržních cen obligací.

2.5.1.3 Ukazatel EVA jako měřítko výkonnosti

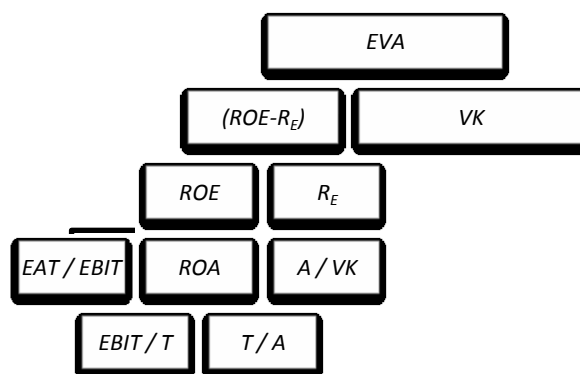
Ukazatel ekonomické přidané hodnoty má oproti ukazatelům finanční analýzy řadu výhod, které vedou k celkově lepší vypovídací schopnosti. EVA především přihlíží k rizikům, která podstupují investoři, a tím i zohledňuje jejich požadavky na výnosnost. Tradičním ukazatelům je také často vytýkána nedostatečná souvislost s vývojem kurzů akcií podniku. I toto lépe řeší ukazatel EVA, neboť její hodnota silně koreluje s cenou akcií. Proto se právě EVA považuje za důvěryhodný signál pro vlastníky o vytváření hodnoty podnikem. Hodnoty EVA je vhodné posuzovat v čase, aby bylo možno posoudit, zda „nadzisk“ v jednom roce nevznikl na úkor „nadzisků“ v letech následujících. Někteří odborníci však poukazují i na nevýhody použití EVA, například že:

- ukazatel vychází z informací v účetnictví a při výpočtu EVA na bázi provozního zisku si vyčíslení vstupních údajů v podobě provozního zisku a investovaného kapitálu žádá mnoho úprav;
- problémové bývá vyčíslení nákladů na kapitál, především nákladů na kapitál vlastní;
- EVA není upravena o inflaci.

2.5.1.4 Pyramidový rozklad EVA

Při hodnocení ukazatele EVA není důležitá jen jeho absolutní hodnota, ale důležité je tento ukazatel rozložit a vyčíslit vliv jednotlivých dílčích ukazatelů, které se na tvorbě ekonomické přidané hodnoty podniku podílely. Nejčastěji se dílčí vlivy na tvorbu hodnoty znázorňují pyramidovým rozkladem. Při hodnocení výkonnosti podniku se tak snadno naleznou případné problémy při tvorbě EVA. Na obrázku 2. 2 je znázornění pyramidový rozklad ekonomické přidané hodnoty. Je zde použita EVA počítaná na bázi zúženého hodnotového rozpětí, které je vhodné použít u podniků s nízkou nebo žádnou zadlužeností neboť nezohledňuje náklady na cizí kapitál. V první úrovni rozkladu se EVA dělí na *spread* a vlastní kapitál, *spread* je rozkládán dále. Ve schématu je uveden výpočet vlivu ukazatelů až do páté úrovně rozkladu.

Obrázek 2.2: Pyramidový rozklad EVA na bázi zúženého hodnotového rozpětí



Zdroj: vlastní.

3 Finančně – ekonomická analýza společnosti

V této části práce bude představena společnost, jejíž data budou podkladem pro celou praktickou část práce. Jedná se o společnost Teva Czech Industries s.r.o., která je významným producentem léčiv v České republice. Po představení společnosti bude následovat aplikace metodologie, která je popsána v teoretické části. Nejprve bude provedena horizontální a vertikální analýza výkazů, následně budou komentovány výsledky analýzy poměrové.

3.1 Profil a historie Teva Czech Industries s.r.o.

Společnost Teva Czech Industries s.r.o. (dále jen Teva), dříve známá jako Galena či Ivax, je významným farmaceutickým výrobcem s dlouhou historií. Její sídlo se nachází na severovýchodě České republiky v Opavě – Komárově. Hlavním předmětem její činnosti je výroba léčivých látek a léčivých přípravků. Zabývá se především výrobou genetických léčivých přípravků v podobě tablet, tobolek a kapalných lékových forem, dále pak výrobou volně prodejných léků, farmaceutických látek a rostlinných extraktů. Produkce společnosti splňuje uznávané mezinárodní standardy, její výrobky jsou z cca 80 % určeny pro export do řady zemí, včetně západní Evropy, USA či Japonska. Na úspěšném chodu společnosti se podílí více než 1400 zaměstnanců. V roce 2006 se společnost stala součástí nadnárodní skupiny Teva (izraelská farmaceutická společnost založena 1901), která patří mezi 20 největších výrobců léků na světě. Opavská společnost Teva je členěna na dvě výrobní divize (výrobu účinných farmaceutických látek a výrobu finálních léčivých přípravků) a oddělení sdílených služeb (personální, finanční, IT a právní). Tyto i další informace lze nalézt na www.teva.cz a souhrn těch nejdůležitějších informací o společnosti představuje následující tabulka 3.1.

Tabulka 3.1: Základní údaje o společnosti Teva

Název obchodní firmy:	Teva Czech Industries s.r.o. (od 1. října 2009)
Datum zápisu do obchodního rejstříku:	31. prosinec 2002
Sídlo společnosti:	Opava – Komárov, Ostravská 29, č.p. 305
Identifikační číslo:	267 85 323
Hlavní předmět podnikání:	Výroba léčivých látek a léčivých přípravků.
Základní kapitál:	2 500 000 000 Kč, 100% splacený stav

Zdroj: www.justice.cz.

Složení statutárního orgánu k 31. březnu 2011 je následující:

- Jiří Urbanec (*1959), MBA jako jednatel a to od 1. dubna 2004,
- JUDr. Hana Lasáková (*1960), MBA jako jednatelka a to od 1. dubna 2004,
- Lajos Hegedüs (*1951) jako jednatel a to od 18. dubna 2008 a
- Ing. Lubomír Roder (*1953) jako jednatel a to od 1. července 2010.

Dozorčí rada společnosti byla dne 19. prosince 2008 zrušena (v působnosti valné hromady) rozhodnutím jediného společníka. Společnost je plně vlastněna společností Ivax International B. V., Utrecht, která je zapsaná v Nizozemském království.

„Historie společnosti sahá až do roku 1883, kdy Gustav Hell, významný lékárník své doby, založil společnost „GUSTAV HELL & Company“. Tato skutečnost z Tevy činí jednu z nejstarších farmaceutických firem ve střední Evropě, s více než 120letou tradicí výroby léčiv. Největšími milníky ve vývoji společnosti byly tyto roky:

- r.1883 – Gustav Hell zakládá společnost GUSTAV HELL & Company,
- r.1939 – nové obchodní jméno – HELICO,
- r.1948 – počátek experimentů se žitem uměle infikovaným námelem,
- r.1952 – nové obchodní jméno – GALENA,
- r.1994 – IVAX Corporation se stává majoritním akcionářem společnosti,
- r.2001 – nové obchodní jméno - IVAX-CR,
- r.2002 – IVAX Corporation získává 100% podíl ve společnosti,
- r.2003 – nové obchodní jméno a právní forma – IVAX Pharmaceuticals s.r.o.,
- r.2006 – integrace IVAX Corporation – Teva,
- r.2009 - nové obchodní jméno - Teva Czech Industries s.r.o.“²

Každá společnost je podle své ekonomické činnosti zařazena podle klasifikace ekonomických činností. Od roku 1994 se u nás používala tzv. *OKEČ* (odvětvová klasifikace ekonomických činností), která byla od 1. ledna 2008 nahrazena klasifikací ekonomických činností *CZ-NACE*. Odvětvové třídění je významné především pro vytváření státních statistik. Společnost Teva patřila podle klasifikace *OKEČ* do skupiny D – Zpracovatelský průmysl, podskupiny DG – Výroba chemických látek,

² Zdroj: www.teva.cz.

přípravků, léčiv a chemických vláken. Nově podle CZ-NACE se řadí do skupiny C – Zpracovatelský průmysl, a podskupiny 21 - Výroba farmaceutických výrobků.

Konkurenci společnosti v rámci farmaceutického průmyslu vytváří dle analýz Ministerstva průmyslu a obchodu zhruba 125 podnikatelských subjektů (většina z nich je v rukou zahraničních vlastníků). Počet podniků v odvětví je dlouhodobě stabilní. Největším konkurentem společnosti v odvětví je společnost Zentiva a.s., kterou od roku 2009 vlastní francouzský farmaceutický gigant Sanofi-Aventis. Další významní hráči jsou Walmark, jakožto největší středoevropský producent doplňků stravy, Lonza Biotec a.s. v Kouřimi a další, většinou malé a střední podniky.

V roce 2009 bylo investováno více než 1,7 miliardy Kč do výstavby nových výrobních hal a zařízení. V daném roce šlo o největší investici ohlášenou v ČR. Jmenovaná investice měla za cíl zvýšení kapacity výroby až na dvojnásobek, především pro intenzivní výrobu generických léků³, které se těší velké oblibě na světových trzích a jejich prodej stoupá. Do budoucna se předpokládá další rozšiřování výroby.

Praktická část práce vychází z výročních zpráv společnosti za roky 2006 až 2009, především z příložených výkazů, které jsou sestaveny v souladu s účetními předpisy platnými v České republice a jsou sestaveny v historických cenách. Majetek společnosti je odepisován metodou rovnoměrných odpisů na základě jeho předpokládané životnosti. Správnost účetních závěrek byla ověřena auditorskou společností PricewaterhouseCoopers.

Použity budou data za roky 2005 až 2009. Data za rok 2010 použita nebudou, protože společnost Teva provedla mimořádnou účetní závěrku k osmému měsíci z důvodu fúze se společností Ratiopharm a tudíž nejsou k dispozici srovnatelná data za celé období dvanácti měsíců.

³ Originální léky jsou chráněny desetiletým patentem. Generika jsou léky s obdobným či stejným účinkem, které se vyrábí po skončení ochrany patentu. Výroba léků je pak levnější, roste tak jejich spotřeba i popularita.

3.2 Horizontální a vertikální analýza

Nejprve bude provedena analýza absolutních ukazatelů pomocí horizontální a vertikální analýzy. Využívají se k tomu údaje, která se nalézají v účetních výkazech. Rozvaha zachycuje veličiny stavové (k danému datu), ve výkazu zisku a ztráty a výkazu cash-flow pak lze nalézt veličiny tokové (za dané období). Horizontální analýza zachycuje jak absolutní změny, tak relativní (procentní) změny.

3.2.1 Horizontální analýza výkazů

Nejprve bude provedena **analýza VZZ**. Tržby společnosti ve všech sledovaných letech mají rostoucí trend, pouze v roce 2008 dochází k pětinovému poklesu díky meziročnímu poklesu prodejů v obou hlavních divizích firmy. Projevila se také finanční krize a celoeconomický pokles. Na poklesu prodeje se podílel i nízký kurz koruny k dolaru. Od roku 2009 lze sledovat opět růst, který očekáváme i do budoucna. U výkonové spotřeby dochází v posledních 3 letech ke snižování tempa růstu, v posledním roce se náklady na výrobu dokonce o téměř 3 % snížily, což bylo zapříčiněno 10% poklesem spotřeby materiálu a energie a 8% nárůstem nákladů na služby. U osobních nákladů lze pozorovat v letech 2006 až 2008 snižující se tempo poklesu, které v posledním sledovaném roce skokově narůstá o 5,5 % kvůli rozrůstání výrobních linek a náboru nových pracovních sil. Výše odpisů dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku zpočátku klesá, avšak od roku 2008 podnik začíná odepisovat více, neboť její majetek skokově narůstá (buduje se nový závod na pevnou lékovou formu). Podrobné provedení horizontální analýzy VZZ obsahuje příloha č. 6.

V rozvaze lze pozorovat v posledních letech nárůst dlouhodobého majetku v důsledku budování nové výrobní linky, oběžná aktiva mají naopak klesající trend. V oblasti pasiv se při neměnné výši základního kapitálu zpomaluje nárůst vlastního kapitálu, a to především v závislosti na vývoji výsledků hospodaření. Dlouhodobé závazky podnik vůbec nemá, krátkodobé pak mají rozkolísaný charakter především v závislosti na vývoji závazků z obchodních vztahů. Relativní změny základních položek rozvahy znázorňuje tabulka 3.2. Podrobná horizontální analýza je obsahem přílohy č. 5.

Tabulka 3.2: Horizontální analýza rozvahy (relativní změny)

	2006	2007	2008	2009
Dlouhodobý majetek	- 5 %	7 %	15 %	59 %
Oběžná aktiva	18 %	20 %	16 %	- 5 %
Časové rozlišení	- 68 %	12 %	205 %	- 7 %
AKTIVA CELKEM	10 %	17 %	16 %	9 %
Vlastní kapitál	6 %	26 %	17 %	12 %
Cizí zdroje	36 %	- 16 %	15 %	- 6 %
Časové rozlišení	- 51 %	- 8 %	- 25 %	35 %
PASIVA CELKEM	10 %	17 %	16 %	9 %

Zdroj: vlastní.

3.2.2 Vertikální analýza výkazů

Aktiva **rozhahy** jsou tvořena ze 70 % aktivity oběžnými, z toho největší podíl (okolo 30 %) mají zásoby a krátkodobé pohledávky, především z obchodních vztahů. Je zde vidět jasný trend nárůstu dlouhodobých pohledávek z nuly na 13 % a to především za ostatními společnostmi ve skupině. Pasiva tvoří z cca 80 % vlastní kapitál, je zde zřetelně vidět navyšující se podíl minulých výsledků hospodaření, v důsledku čehož se snižuje podíl (neměnného) základního kapitálu. Cizí zdroje představují cca 13 – 21 % pasiv, pozorovatelný je dlouhodobě snižující se výše krátkodobých závazků, což je trend pozitivní. Podrobné výsledky vertikální analýzy rozvahy se nachází v příloze č. 7.

Tabulka 3.3: Vertikální analýza rozvahy (relativní vyjádření)

	2005	2006	2007	2008	2009
Dlouhodobý majetek	28,22 %	24,24 %	22,28 %	22,04 %	32,22 %
Oběžná aktiva	70,13 %	75,28 %	77,26 %	76,75 %	66,76 %
Časové rozlišení	1,65 %	0,48 %	0,46 %	1,21 %	1,02 %
AKTIVA CELKEM	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Vlastní kapitál	81,82 %	78,41 %	84,37 %	84,73 %	86,73 %
Cizí zdroje	17,13 %	21,12 %	15,26 %	15,04 %	12,98 %
Časové rozlišení	1,05 %	0,47 %	0,37 %	0,24 %	0,29 %
PASIVA CELKEM	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Zdroj: vlastní.

U vertikální analýzy **výkazu zisku a ztráty** byly jako celkové položky stanoveny souhrnné výnosy a souhrnné náklady a na nich byly zkoumány podíly jednotlivých dílčích nákladů a výnosů. Nejvyšší podíl na výnosech (v průměru 83 %) měly tržby za prodej vlastních výrobků a služeb. Naopak nejvyšší položkou nákladů byla výkonová spotřeba, která se pohybovala okolo 62 %. Podíl výkonů na výnosech i výkonové spotřeby na nákladech je v čase poměrně stabilní. Podíl osobních nákladů v čase klesal ze skoro 16 % na necelých 11 %. Na osobních nákladech měly nejvyšší podíl náklady mzdové a náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění. Tržby za prodej zboží společně s náklady na tento prodej vynaloženými naopak v čase rostl, mezi lety 2005 až 2009 se jejich podíl na výnosech (nákladech) zdvojnásobil a přesáhl 10 %. Vývoj podílu odpisů dlouhodobého majetku na celkových nákladech byl mírně klesající. Pozitivní růst zaznamenaly ve sledovaných letech ostatní finanční výnosy, jejichž podíl na celkových výnosech vzrostl z 2 % na 11 %. Podrobné výsledky vertikální analýzy VZZ se nachází v příloze č. 8.

3.3 Poměrová analýza

Poměrová analýza je základní analytická metodě zkoumání finančního zdraví podniku. Jako nejrozšířenější a nejoblíbenější metoda finanční analýzy komplexně hodnotí podnikovou finanční úroveň. Poměrové ukazatele vyjadřují podíl mezi dvěma a více ukazateli absolutními, jejichž výsledek je obvykle porovnáván s doporučenou hodnotou pro odvětví či ekonomiku jako celek. Poměrová analýza společnosti Teva bude tradičně obsahovat analýzu rentability, zadluženosti, likvidity a aktivity. Analýza ukazatelů kapitálového trhu nemohla být u neakciové společnosti provedena, ale budou zkoumány ukazatele na bázi peněžních toků CF, které se poměrují ke skutečným peněžním tokům z a do společnosti, a proto dobře odráží reálnou výkonnost podniku.

3.3.1 Oblast rentability

Přední oblast zájmu u všech podniků je výnosnost neboli informace o tom jak společnost hospodaří. Jak se vyvíjely hodnoty jednotlivých druhů rentability, vypočtené podle vzorce (2.5) až (2.10), ukazuje tabulka 3.4. Doporučený trend je u rentability rostoucí. Kategorie poměřovaného zisku se při výpočtu jednotlivých ukazatelů odlišuje. Zatímco u výpočtu rentability celkového kapitálu počítáme s kategorií zisku *EBIT* (který není ovlivněn výší daní v daném státu nebo zadlužeností podniku), u výpočtu rentability kapitálu vlastního používáme *EAT* a to z toho důvodu, že chceme vidět výslednou výnosnost kapitálu vlastníků včetně vlivu daní a nákladových úroků.

Tabulka 3.4: Výsledné hodnoty ukazatelů rentability kapitálu

	vzorec	2005	2006	2007	2008	2009
ROA	(2.5)	15,71 %	7,57 %	23,25 %	14,43 %	11,36 %
ROE	(2.6)	13,38 %	5,33 %	20,44 %	14,46 %	10,43 %
ROCE	(2.7)	18,94 %	8,91 %	25,94 %	16,36 %	12,64 %

Zdroj: vlastní.

U všech typů rentabilit lze vidět proměnlivost (viz tabulka 3.4 a graf 3.1). Nejdůležitější je, že jak **rentabilita aktiv** tak **celkového kapitálu** je kladná, podnik generuje zisk. Zajímavý je poměr *ROA* a *ROE*. U většiny podniku lze pozorovat vyšší výnosnost vlastního kapitálu než celkového. To je dáno tím, že vlastníci podniku požadují vyšší zisk než věřitelé, neboť vlastníci nesou obvykle vyšší riziko, které je vykoupeno tímto vyšším výnosem. Nejhorší výsledky podnik zaznamenává v roce 2006, nejlepší pak v roce následujícím díky navýšení zisku o více než miliardu korun.

Tabulka 3.5: Další hodnoty ukazatelů oblasti rentability

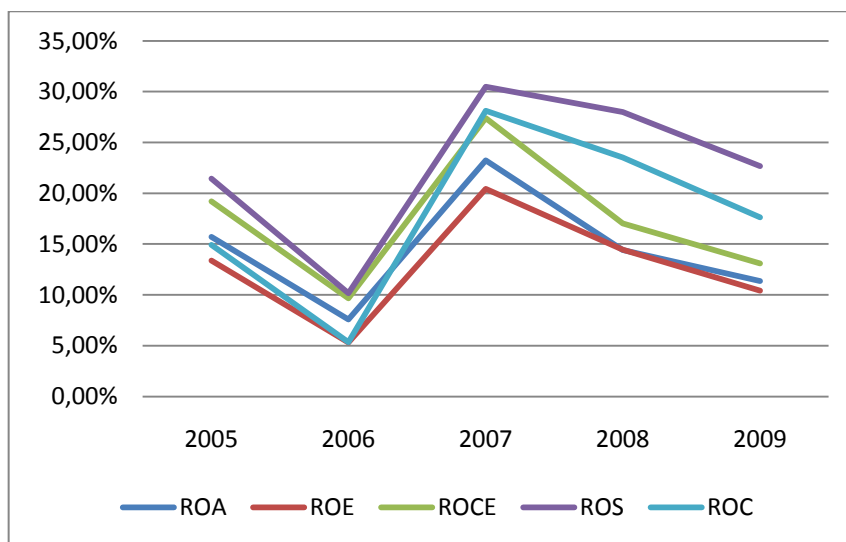
	vzorec	2005	2006	2007	2008	2009
ROS	(2.8)	21,45 %	10,16 %	30,49 %	27,99 %	22,67 %
ROC	(2.9)	14,93 %	5,35 %	28,11 %	23,53 %	17,62 %
ČZR	(2.10)	12,3 %	4,87 %	20,38 %	18,42 %	14,43 %

Zdroj: vlastní.

Ziskovost podniku hodnotí **ukazatel rentability tržeb**, jehož vývoj je až na rekordní rok 2007 stabilní okolo 20 %. V roce 2007 se zde projevil skokový nárůst tržeb za vlastní výroby. **Ukazatel rentability nákladů** vypovídá o tom, jakou část

zisku vyprodukovala jedna koruna nákladů. Nejvyšší produkce z jedné koruny nákladů je zaznamenána v roce 2007, naopak nejmenší *ROC* je v roce 2006. Doplňující ukazatel této oblasti je **ukazatel čistého ziskového rozpětí**, který v posledních 3 letech klesá. Tento vývoj *ČZR* je považován za negativní, neboť to obvykle vypovídá o poklesu zisku a nárůstu nákladů. U společnosti Teva je to zapříčiněno především poklesem čistého zisku v posledních 3 letech. Grafické znázornění vývoje celé skupiny ukazatelů rentability obsahuje graf 3.1. V grafu lze pozorovat obdobný vývoj všech pěti ukazatelů s tím, že nejmenší ziskovost podnik zaznamenal v roce 2006 a nejziskovějším rokem byl rok 2007.

Graf 3.1: Vývoj ukazatelů rentability v čase

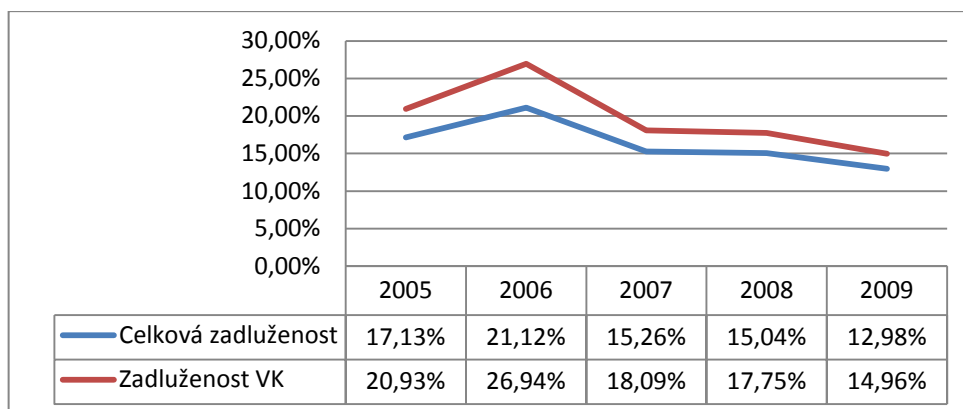


Zdroj: vlastní.

3.3.2 Oblast zadluženosti

Druhou důležitou oblastí je zadluženost neboli finanční struktury, která je především v dnešní době bedlivě sledována. U **celkové zadluženosti**, vypočtené podle vzorce (2.11) je doporučená hodnota obvykle okolo 60 %, u **zadluženosti vlastního kapitálu** (dle vzorce 2.12) lze tolerovat hodnoty i přes 100 %. Společnost Teva má dostatek vlastních zdrojů, nečerpá tedy žádné bankovní úvěry a není ani zatížena splácením dlužných úroků. Jak je vidět v grafu 3.2, společnost nemá žádné problémy se zadlužeností. Lze říci, že zadluženost společnosti je velice nízká. Teva má vysoký podíl vlastního kapitálu na pasivech, proto zadluženost vlastního kapitálu vychází jen okolo cca 20 %.

Graf 3.2: Vývoj ukazatelů zadluženosti v čase



Zdroj: vlastní.

Nízkou zadluženost potvrzuje i **ukazatel finanční páky** (viz tabulka 3.6 vypočtená dle vzorce 2.14). Někdy bývá také nazýván majetkovým koeficientem, vypovídá o struktuře majetku společnosti. Lze vidět, že se pohybuje stabilně okolo hodnoty 1,2, což značí velmi malý podílů cizích zdrojů na financování celkové struktury aktiv.

Tabulka 3.6: Ukazatel finanční páky

	vzorec	2005	2006	2007	2008	2009
Finanční páka	(2.14)	1,22	1,28	1,19	1,18	1,15

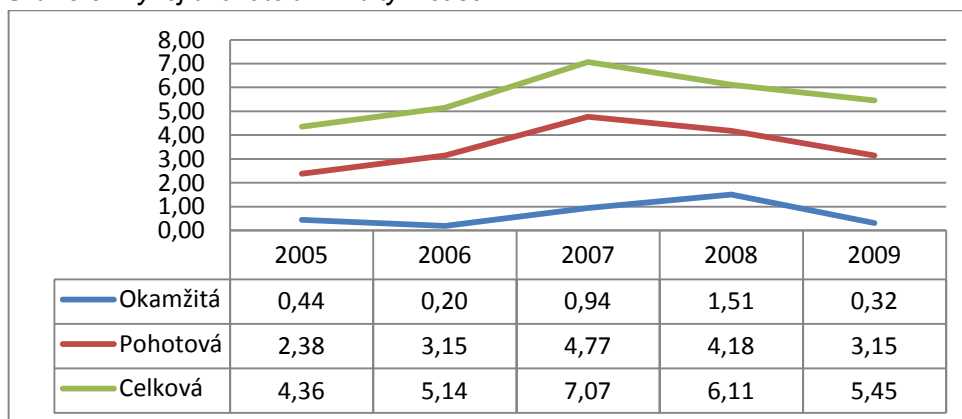
Zdroj: vlastní.

3.3.3 Oblast likvidity

Likvidita z pohledu finanční analýzy vyjadřuje, zda je společnost schopna získat prostředky na úhradu svých splatných závazků. V oblasti analýzy této platební schopnosti se sledují základní tři ukazatele: **likvidita celková** (doporučené hodnoty 1,5 – 2,5), **pohotová** (1 – 1,5) a **okamžitá** (jednotlivá doporučení se v publikacích různí, za doporučené rozmezí by se dalo považovat 0,2 – 0,5). Při výpočtech podle vzorců (2.15) až (2.17) lze vidět, že společnost Teva nemá se svou celkovou a pohotovou likviditou problémy. Ve výsledcích sledovaných let má společnost velice vysoký podíl likvidních prostředků ve svých aktivech, výsledné hodnoty i několikanásobně přesahují hodnoty doporučené. **Okamžitá likvidita** v roce 2006 klesá na dolní mez doporučeného intervalu, neklesá však pod ni, lze tedy říci, že ani v tomto roce nemá společnost Teva s likviditou problémy. Nárůst okamžité likvidity v letech 2007 a 2008 lze přisoudit záměrům společnosti pořizovat

v roce 2009 novou výrobní linku. Jelikož společnost svou činnost a investice nefinancuje cizími prostředky (bankovními úvěry), je pochopitelné, že se na tuto skutečnost nákupu připravovala držbou vyššího obnosu peněžních prostředků na svých bankovních účtech. V roce 2009, po uskutečnění investičního záměru se okamžitá likvidita dostává opět do doporučeného rozmezí hodnot.

Graf 3.3: Vývoj ukazatelů likvidity v čase

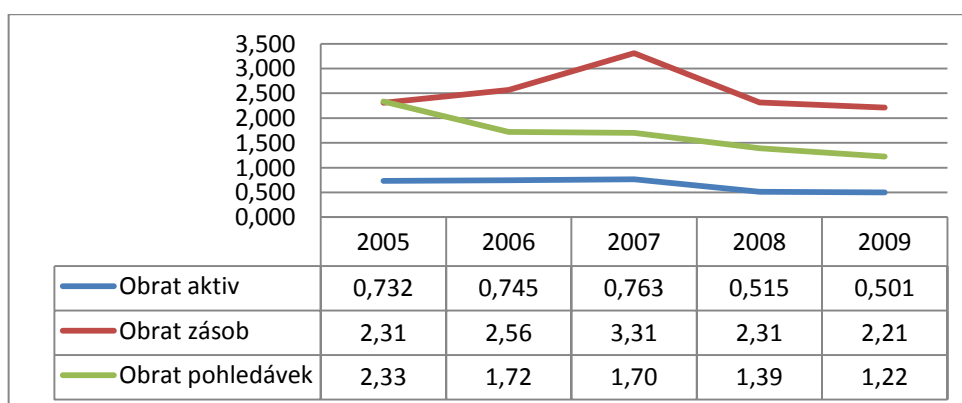


Zdroj: vlastní.

3.3.4 Oblast aktivity

V této části bude provedena analýza využití jednotlivých složek kapitálu, mimo jiné i toho, jak dlouho v daném kapitálu váže své prostředky. U obratu nejsou doporučené hodnoty, ale obecně platí, že „čím vyšší, tím lepší“, u doby obratu se sleduje především poměr doby obratu pohledávek a závazků, který je důležitý pro likviditu podniku. Z Grafu 3.4 je patrné, že **obrat** jednotlivých položek aktiv by se dal považovat za poměrně stabilní v čase nebýt roku 2007. Tehdy dochází ke zvýšení využití aktiv v důsledku rostoucí výroby a výkonů podniku.

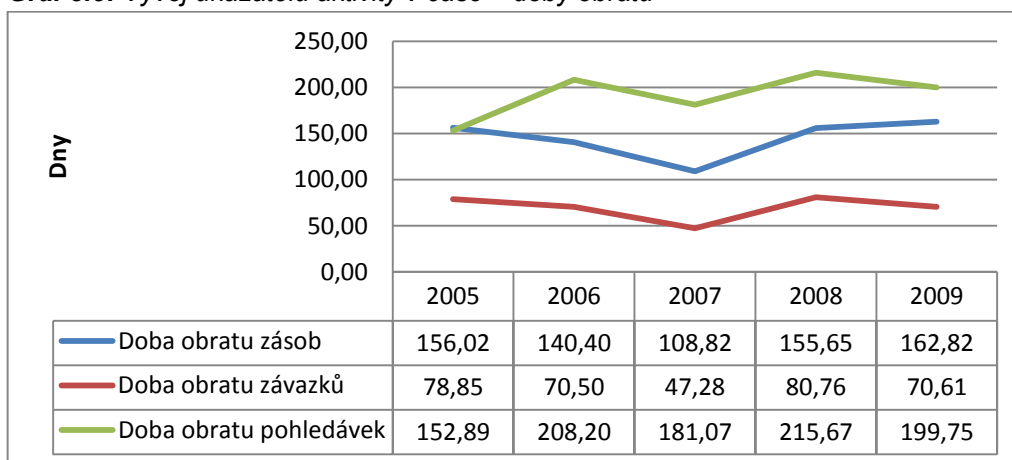
Graf 3.4: Vývoj ukazatelů aktivity v čase - obrat



Zdroj: vlastní.

Graf 3.5 pak znázorňuje **doby obratu** jednotlivých položek vypočtených podle vzorců (2.21) až (2.23). Zásoby se ve společnosti obrátí v tržbách za v průměru 140 dní, což je asi 2,5 krát v roce. V posledních letech se doba obratu zásob zvyšuje, což se považuje za trend negativní. **Doba obratu pohledávek** se pohybuje na více než dvojnásobku doby obratu závazků. Obecně taková hodnota indikuje, že své závazky podnik platí mnohem rychleji, než jsou jí placeny pohledávky z obchodních vztahů. To by mohlo do budoucna potenciálně vést k problémům s likviditou, protože tímto způsobem jsou v podstatě vyváděny peněžní prostředky ze společnosti rychleji, než je společnost dokáže inkasovat od svých dlužníků. Avšak v komparaci s předchozími výsledky analýzy likvidity je patrné, že společnost je v analyzovaných letech schopna generovat dostatečné množství peněžních prostředků a že splácení svých závazků v kratší době, než inkasuje své pohledávky, jí nečiní problémy. **Doba obratu závazků** se pohybuje kolem 80 dnů, opět pouze v roce 2007 lze vidět zrychlení celého procesu o třetinu.

Graf 3.5: Vývoj ukazatelů aktivity v čase – doby obratu

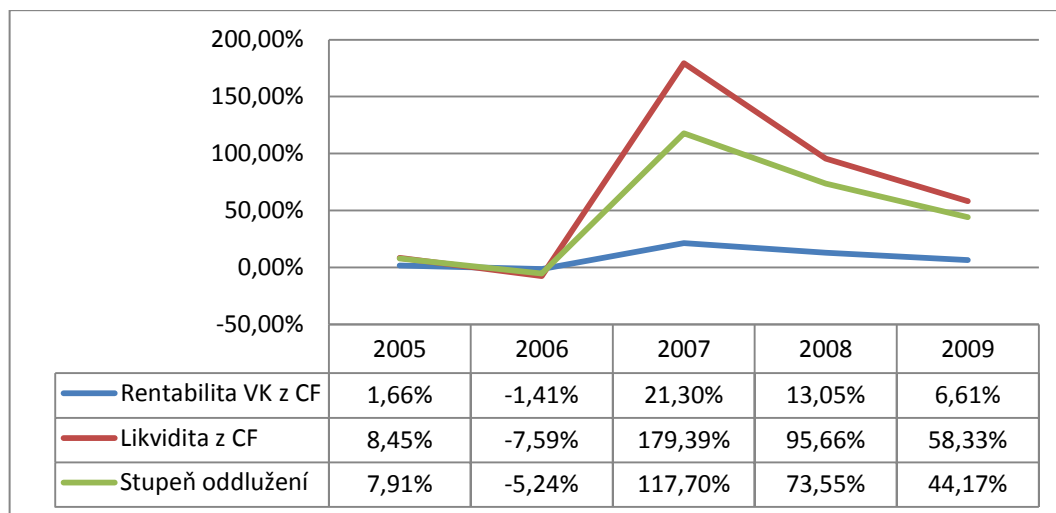


Zdroj: vlastní.

3.3.5 Poměrové ukazatele na bázi cash-flow

Pomocí ukazatelů na bázi CF se měří význam peněžních toků ve finanční situaci podniku. Výpočty byly provedeny dosazením do vzorců (2.24) až (2.26) a grafické znázornění vývoje ukazatelů včetně jejich hodnot obsahuje graf 3.6. V roce 2006 vychází všechny sledované ukazatele této oblasti v mínusu, neboť bylo cash flow z provozní činnosti záporné. To znamená, že volné peněžní prostředky společnosti, které lze použít například na placení závazků, poklesly.

Graf 3.6: Vývoj ukazatelů na bázi CF v čase



Zdroj: vlastní.

Ukazatel rentability VK z CF je považován za doplněk k ukazateli ROE, avšak namísto čistého zisku dosadíme CF z provozní činnosti. Takto vypočítaná rentabilita VK vychází u společnosti Teva i v záporných číslech. Konkrétně v roce 2006, kvůli již zmíněnému zápornému peněžnímu toku z provozní činnosti. V dalších letech však už je hodnota ukazatele v kladných číslech, ovšem s klesajícím trendem. Výhodou rentability VK na bázi CF je, že počítá nikoliv s ekonomickým ziskem, nýbrž s peněžními příjmy, které podnik dokáže generovat, a tak v jistých ohledech dokáže podat vlastníkům užitečnější informace o tom, jaký je skutečný výnos jejich investice vyjádřitelný v peněžních jednotkách.

Ukazatel likvidity vypočítaný z cash flow má, jak lze vidět v grafu 3.6, obdobný průběh jako rentabilita VK. Po „záporném“ roce 2006 se situace výrazně obrátila a společnost Teva začala generovat významné kladné peněžní toky na pokrytí svých krátkodobých závazků. V roce 2007, který byl v tomto směru nejúspěšnější, dokonce převýšily téměř dvojnásobně hodnotu těchto krátkodobých závazků. Celkově lze říci, že společnost, s výjimkou zmiňovaného roku 2006, nevykazuje významnější problémy s likviditou a zjištěné údaje potvrzují to, co bylo zjištěno z analýzy likvidity vypočítané tradičním způsobem – tedy fakt, že společnost drží až zbytečně velké objemy peněžních prostředků.

Poslední ukazatel vyjadřuje **stupeň oddlužení** a je de facto rozšířením ukazatele likvidity, kde namísto krátkodobých závazků jsou ve jmenovateli ukazatele celkové cizí zdroje. Na základě toho lze stupeň oddlužení definovat také jako schopnost dostát svým závazkům z vlastních finančních prostředků generovaných provozní činností. Společnost Teva nebyla teoreticky schopna platit své závazky z finančních příjmů pouze v roce 2006. V ostatních sledovaných letech je schopna platit ze svých příjmů své závazky a v roce 2007 vygenerovala společnost v provozní činnosti dokonce více peněžních prostředků, než kolik činil stav cizích zdrojů.

3.4 Shrnutí výsledků tradiční finanční analýzy

Ve třetí kapitole byla společnost Teva analyzována tradičními metodami finanční analýzy. Provedena byla horizontální a vertikální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty, dále bylo přistoupeno k tradiční analýze poměrové, která podává základní pohled na finanční zdraví společnosti.

Při finanční analýze společnosti Teva bylo zjištěno, že tržby za prodej vlastních výrobků mají (s výjimkou roku 2008) dlouhodobě rostoucí trend. V rozvaze dochází k nárůstu dlouhodobého majetku, oproti tomu oběžná aktiva mají trend klesající. Zajímavostí je, že podnik nemá žádné dlouhodobé závazky a k financování své činnosti nevyužívá bankovních úvěrů. Pasiva společnosti jsou vysokým podílem (80 %) tvořena vlastním kapitálem, který se každoročně významně navyšuje o výsledky hospodaření minulých let.

Poměrová analýza jasně ukázala, že Teva je podnikem finančně zdravým. **V oblasti zadluženosti a likvidity** se projevoval fakt, že společnost Teva nevyužívá cizích zdrojů financování a je schopná generovat dostatečné množství peněžních prostředků k pokrytí svých provozních potřeb. Zadluženost společnosti je velice nízká a v oblasti likvidity se u společnosti neprojevují žádné problémy.

Při analýze rentability bylo zjištěno, že v roce 2009 se mírně na výsledcích projevila ekonomická recese, která ale toto odvětví plně nezasáhla, což lze vysvětlit mimo jiné i tím, že poptávka po lécích je trvalého charakteru (např. vysoká spotřeba léků u seniorů). Pokud jde o samotné hodnoty rentability, pak s výjimkou roku 2007,

kdy v důsledku nadprůměrně vysokého zisku došlo k extrémnímu navýšení všech ukazatelů oblasti. Rentabilitu ve společnosti Teva lze považovat za poměrně stabilní veličinu.

Jedinou oblastí, ve které lze spatřovat určitý prostor pro změnu, je **oblast activity**. Společnosti Teva lze vytknout zpomalující se obrátkovost zásob, která vede k tomu, že zásoby zbytečně dlouho leží na skladě a jsou v nich vázány peněžní prostředky, které by bylo možno využít ke generování dodatečného zisku. Zároveň společnost ztrácí další peníze tím, že platí svým dodavatelům závazky rychleji, než její odběratelé platí své závazky vůči společnosti Teva.

Z provedené finanční analýzy jakožto rozboru finanční výkonnosti je vidět, že společnost Teva je podnikem v zásadě finančně zdravým.

4 Zhodnocení finanční výkonnosti společnosti Teva Czech Industries s.r.o.

Poslední kapitola práce pojednává o samotném hodnocení finanční výkonnosti společnosti Teva. Nejprve bude přistoupeno k analýze výkonnosti pomocí bonitních a bankrotních modelů, následně bude vypočtena ekonomická přidaná hodnota, která bude podrobně analyzována. V závěru kapitoly bude provedeno oborové srovnání a zhodnocení postavení a výkonnost podniku v rámci odvětví.

4.1 Bonitní a bankrotní modely

Nejprve bude vyjádřena finanční situace a výkonnost podniku Teva pomocí predikčních modelů, které (často jedním číslem) signalizují, zda je finanční situace podniku dobrá či nikoli. Postupně bude provedena aplikace Beaverova modelu, Altmanova modelu a indexů *IN*.

4.1.1 Beaverův model

Beaverovým modelem bude provedeno hodnocení vývoje pěti vybraných poměrových ukazatelů. Hodnoty sledovaných ukazatelů a jejich trend popisuje tabulka 4.1.

Tabulka 4.1: Beaverův model

	2005	2006	2007	2008	2009	<i>Trend u ohrožených firem</i>	<i>Trend u Teva</i>
VK / A	0,82	0,78	0,84	0,85	0,87	klesá	roste
PH / A	0,35	0,33	0,35	0,20	0,22	klesá	osciluje
BU / CZ	0	0	0	0	0	roste	stabilně nulový
CF / CZ	-0,43	-0,17	0,45	0,59	-1,01	klesá	roste
PK / A	0,54	0,61	0,67	0,65	0,57	klesá	roste

Zdroj: vlastní.

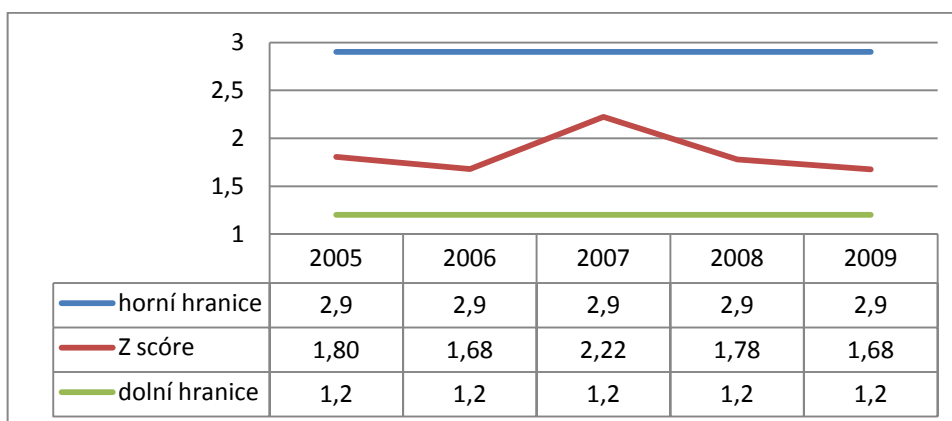
Ukazatel poměru bankovních úvěrů na cizích zdrojích je zde irelevantní, protože společnost bankovní úvěry nemá. Ukazatel podílu cash flow na cizích zdrojích má nestabilní charakter, neboť ve třech sledovaných letech společnost dosahovala záporného cash flow. Za roky 2005 až 2008 lze však

pozorovat nárůst ukazatele, v posledním roce pak výrazný pokles v důsledku velké investice hrazené z vlastních zdrojů. Proto tento pokles nebude považován za důležitý a celkový trend je označen za rostoucí. Posledním rostoucím ukazatelem je i ukazatel podílu pracovního kapitálu na aktivech (pracovní kapitál je rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými závazky podniku). Jediným problémovým ukazatelem je ukazatel podílu přidané hodnoty na aktivech, který zaznamenává každoročně pokles či růst. V čase by se dal však považovat za stabilní a nelze ho označit za klesající. Lze tedy říci, že ani jeden ukazatel nepoukazuje na to, by společnost Teva směřovala k úpadku.

4.1.2 Altmanův model

Altmanův model rozřazuje podniky do dvou skupin a to na bankrotující a nebankrotující. V práci bude použit způsob výpočtu vhodný pro analyzovanou společnost Teva, tj. bude použit model pro podniky nekótované na kapitálovém trhu popsany vzorcem (2.32). Poslední modifikace modelu z roku 1995 použita nebude, neboť je určena pouze pro podniky nevýrobní. Výsledky výpočtu Altmanova modelu představuje graf 4.1. Jak je vidět, hodnota Z scóre společnosti Teva se pohybuje v mezích šedé zóny. Podle Altmana tudíž nelze budoucí vývoj podniku jednoznačně určit, společnost nezařadíme ani mezi bankrotující podniky, ale ani k podnikům nebankrotujícím. Model nepodal jednoznačný signál.

Graf 4.1: Altmanův model



Zdroj: vlastní.

4.1.3 Indexy *IN*

Skupina indexů *IN* je velice vhodná k hodnocení výkonnosti společnosti Teva, neboť tyto indexy byly vyvinuty přímo pro aplikaci na podniky v českém prostředí. Postupně budou vypočteny všechny čtyři indexy *IN* a budou vysvětleny signály, které ten který index *IN* dává. Souhrn vstupních hodnot ukazatelů pro výpočet indexů *IN* dle vzorců (2.27) až (2.30) a výsledné hodnoty indexů zachycuje tabulka 4.2. Ukazatel úrokového krytí se rovná nule, neboť společnost nemá žádné placené úroky a obdobně tomu je i u doby obratu závazků po splatnosti. Hodnoty indexů, jakožto indikátorů pro vlastníky a věřitele, budou srovnány s vypočtenou ekonomickou přidanou hodnotou v kapitole 4.2.

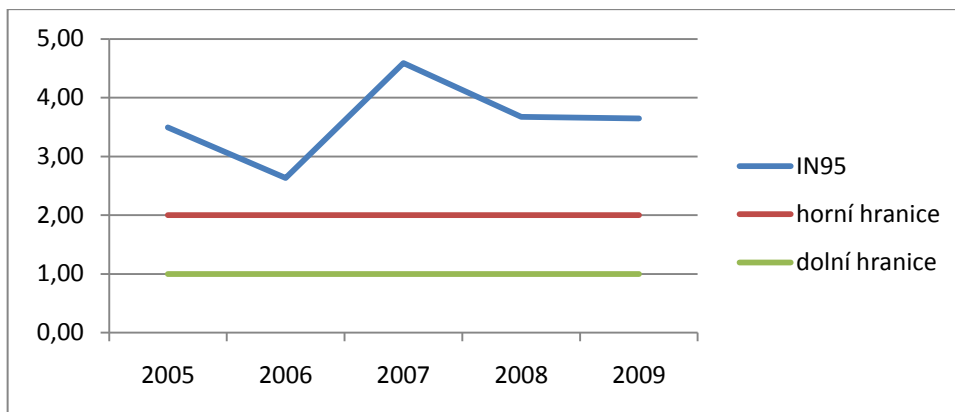
Tabulka 4.2: Vstupní data pro výpočet a výsledné hodnoty indexů *IN*

	2005	2006	2007	2008	2009
A / CZ	5,83	4,73	6,55	6,65	7,7
EBIT / U	0	0	0	0	0
EBIT / A	0,15	0,07	0,23	0,14	0,11
T / A	0,89	0,85	0,84	0,66	0,62
OA / (KZ + KBÚ)	4,37	5,15	7,71	6,63	6,79
ZPL / T	0	0	0	0	0
IN 95	3,49	2,63	4,59	3,67	3,65
IN 99	1,11	0,76	1,47	0,97	0,79
IN 01	1,96	1,56	2,63	2,17	2,19
IN 05	1,96	1,56	2,65	2,17	2,20

Zdroj: vlastní.

První verzí českého indexového modelu je **IN95**, který hodnotí bonitu společnosti z pohledu věřitelů. Pro výpočet dle vzorce (2.27) byly použity všechny poměrové ukazatele, jejichž hodnoty jsou v tabulce 4.2 a dále byly těmto ukazatelům přiřazeny váhy pro podniky, které se zabývají chemickou výrobou. Váhy pro všechny odvětví i celou ekonomiku ČR jsou uvedeny v příloze č. 4. Aby se dalo tvrdit (úspěšnost modelu je 70%), že podnik je bez finančních problémů, musí hodnota indexu vycházet nad 2. Ve všech letech (viz tabulka 4.2 a graf 4.2) je výsledný **IN95** vyšší než 2. Společnost je ve sledovaných letech bez finančních problémů a je schopna platit své závazky vůči věřitelům.

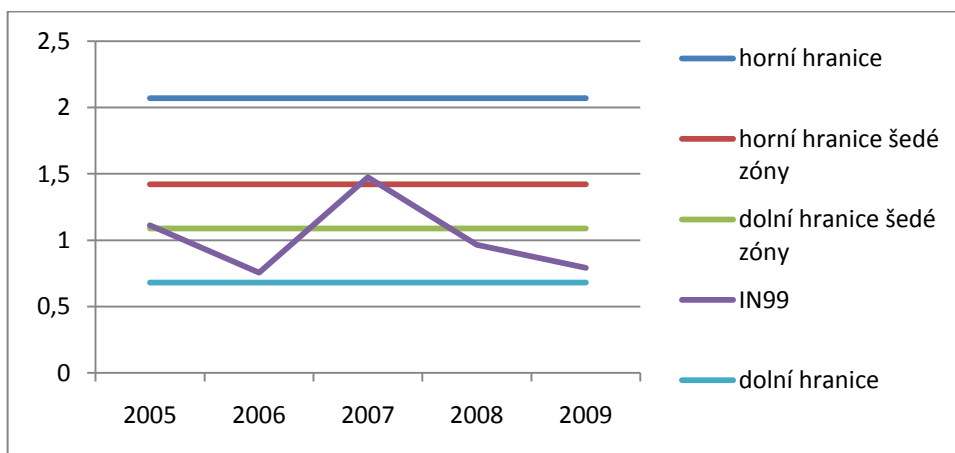
Graf 4.2: Index IN 95



Zdroj: vlastní.

Druhý index **IN99** hovoří o tvorbě hodnoty pro vlastníky. Váhy jednotlivých indexů modelové rovnice jsou platné pro celou ekonomiku ČR. Zde výsledek (viz tabulka 4.2 a graf 4.3), při hodnocení dle nastavených hodnot, není už tak jednoznačný. V roce 2005 se IN99 pohybuje ve středu šedé zóny, kdy nelze určit, zda Teva tvoří či netvoří hodnotu. V letech 2006, 2008 a 2009 je hodnota indexu ještě nižší a dle nastaveného hodnocení nám říká, že s 85% pravděpodobností společnost spíše hodnotu pro vlastníky netvoří. Jde o negativní signál. Pouze v roce 2007 se podařilo mírně přesáhnout hodnotu 1,42 a lze říci, že tehdy hodnota pro vlastníky spíše tvořena byla. Tento ne úplně dobrý výsledek vnikl především proto, že ukazatel rentability aktiv je nízký. Signál pro vlastníky je zde jasný, s danou velikostí aktiv by společnost byla schopna při lepším hospodaření vytvářet daleko vyšší vlastnickou hodnotu, tj. požadavek vlastníků na tvorbu hodnoty pro ně samé je při dané výši aktiv a vlastního kapitálu vyšší.

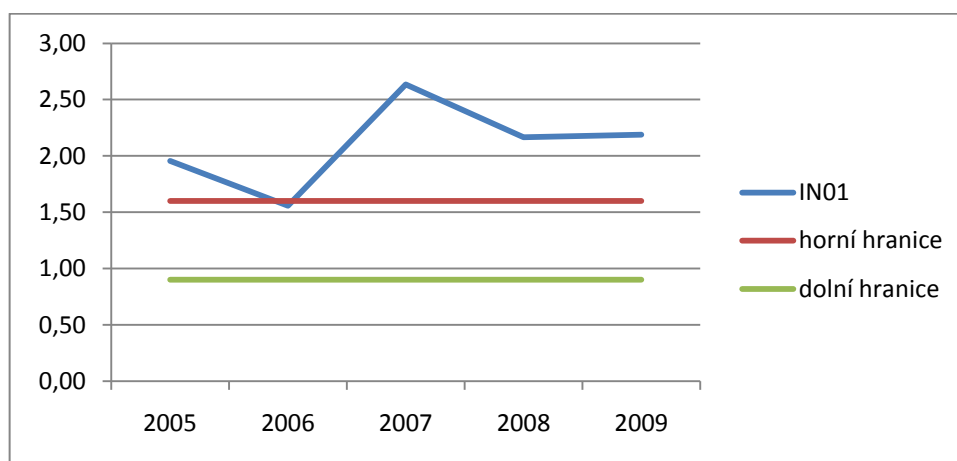
Graf 4.3: Index IN 99



Zdroj: vlastní.

Prvním bonitně-bankrotním modelem, který má své uplatnění v průmyslu, je index **IN01**. Zde už je výsledné hodnocení společnosti, jak je vidět v grafu 4.4, pozitivnější. Kromě roku 2006 vždy překračuje hranici 1,77, a tudíž lze říci, že podnik hodnotu vytváří. Pouze ve zmiňovaném roce 2006 se výsledek pohybuje těsně pod horní hranicí šedé zóny. Index je na velmi dobré úrovni, dává souhrnný signál pro vlastníky i věřitele.

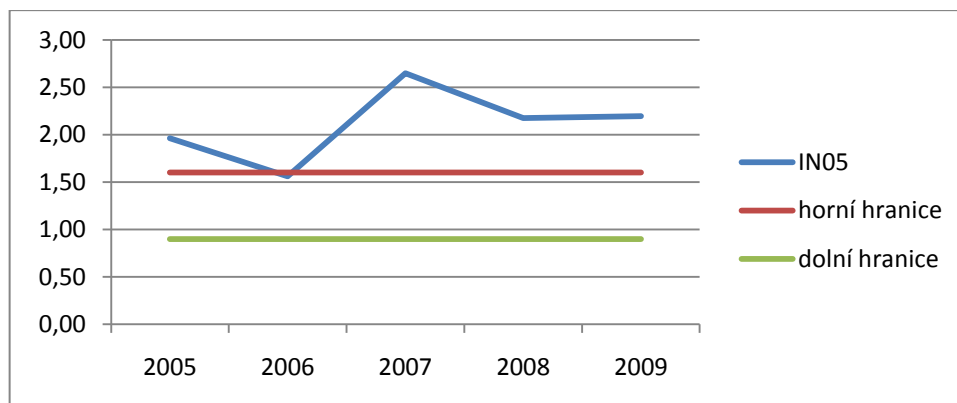
Graf 4.4: Index IN 01



Zdroj: vlastní.

Posledním z českých indexů *IN* je index **IN05**, který je aktualizací indexu předešlého, aktualizovány byly přiřazené váhy u ukazatelů a hraniční hodnoty. Vypočtené hodnoty indexu se oproti předchozímu příliš neliší. Vrchní hranice šedé zóny je zde 1,6. Jak vidíme v tabulce 4.2 a grafu 4.5, v roce 2006 se pohybuje skoro na této hranici, v letech následujících už jasně překračuje i hodnotu 2, o společnosti můžeme říci, že hodnotu vytváří.

Graf 4.5: Index IN05



Zdroj: vlastní zpracování.

4.2 Ekonomická přidaná hodnota

Chceme-li stanovit hodnotu *EVA* pro libovolný podnik, musíme v obecné rovině nejprve určit náklady kapitálu. Protože analyzovaná společnost nevyužívá pro své financování cizí dlouhodobý kapitál, bude stanovena hodnota pro vlastníky. Pro výpočet ekonomické přidané hodnoty bude využita metoda na bázi zúženého hodnotového rozpětí (*EVA equity*). Tento způsob výpočtu využívá pro měření výkonnosti podniků i Ministerstvo průmyslu a obchodu a to od roku 1998. Ze tří proměnných, které obsahuje vzorec (2.39), jsou hodnoty *ROE* a *VK* již známy z předchozího textu (*ROE* bylo vypočítáno pro účely poměrové analýzy – viz podkapitola 3.3.1; *VK* lze vyčíst přímo z výkazů uvedených v příloze č. 1). Nutné je vypočítat hodnotu nákladů vlastního kapitálu.

4.2.1 Stanovení nákladů vlastního kapitálu

Náklady vlastního kapitálu by měly představovat požadovaný výnos vlastníků společnosti, který musí zahrnovat veškerá rizika s podnikáním spojené. Pro výpočet R_E bude použita stavebnicová metoda, kterou využívá i Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR. Podle vzorce (2.44) budou postupně stanoveny bezriziková sazba i všechny tři rizikové přírážky.

Bezriziková sazba je stanovena jako výnos desetiletých státních dluhopisů, které vydává Česká národní banka. Sazba v sobě zahrnuje inflaci a přírážku za sníženou likviditu. Hodnoty v jednotlivých letech byly převzaty z ročních analýz Ministerstva průmyslu a obchodu a jsou uvedeny v následující tabulce 4.3.

Tabulka 4.3: Bezriziková sazba

	2005	2006	2007	2008	2009
R_F	3,53 %	3,77 %	4,28 %	4,55 %	4,67 %

Zdroj: www.mpo.cz.

Pro stanovení **rizikové přírážky za finanční stabilitu**, charakterizující vztah mezi aktivy a pasivy, je důležitý ukazatel celkové likvidity $L3$, který byl pro společnost Teva vypočten a komentován v podkapitole 3.3.3. Dále potřebujeme stanovit mezní hodnotu likvidity XL . To provedeme tak, že hodnoty $L3$ za celý zpracovatelský průmysl (uvedené v tabulce 4.4) porovnáme s hodnotou 1,25. Jelikož jsou hodnoty

zpracovatelského průmyslu ve všech sledovaných letech vyšší než 1,25, za mezní hodnotu likvidity XL bude považována hodnota celkové likvidity zpracovatelského průmyslu. Následně lze přistoupit k porovnávání XL a ukazatele $L3$ společnosti Teva. Jak lze vidět v tabulce 4.4, ve všech letech ukazatel $L3$ několikanásobně překračuje stanovenou mezní hodnotu likvidity. Riziková přírážka za finanční stabilitu se bude rovnat ve všech letech nule.

Tabulka 4.4: Stanovení rizikové přírážky za stabilitu

	2005	2006	2007	2008	2009
$L3$ odvětví = XL	1,54	1,56	1,46	1,42	1,58
$L3$ Teva	4,34	5,14	7,07	6,11	5,45
$R_{FINSTAB}$	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %

Zdroj: www.mpo.cz a vlastní.

Riziková přírážka za podnikatelské riziko se stanoví porovnáním rentability aktiv ROA s ukazatelem $X1$, podle vzorce (2.46). Jelikož společnost neplatí žádné úroky, hodnota $X1$ se vždy bude rovnat nule. ROE společnosti se pohybuje vždy v kladných číslech, proto bude i riziková přírážka za podnikatelské riziko nulová

Tabulka 4.5: Stanovení rizikové přírážky za podnikatelské riziko

	2005	2006	2007	2008	2009
ROA Teva	15,71 %	7,57 %	23,25 %	14,43 %	11,36 %
$X1$	0	0	0	0	0
R_{POD}	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %

Zdroj: vlastní.

Poslední **riziková přírážka je za velikost podniku** a k jejímu výpočtu je nutno vyčíslit úplatné zdroje součtem VK a bankovních úvěrů a obligací. U společnosti Teva se budou $UZ = VK$, neboť nemá bankovní úvěry ani vydané obligace. Výše UZ se následně porovná s částkou 3 mld. Kč. Lze vidět, že UZ , tvořené v tomto případě pouze vlastním kapitálem, jsou mnohonásobně vyšší. Tudíž i poslední z rizikových přírážek je rovna nule.

Tabulka 4.6: Stanovení rizikové přírážky za velikost podniku

	2005	2006	2007	2008	2009
UZ (v tis.Kč)	4 692 826	4 956 817	6 230 572	7 283 959	8 132 114
R_{POD}	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %

Zdroj: vlastní.

Výše nákladů vlastního kapitálu se vypočítá sečtením bezrizikové sazby a všech tří přírážek za riziko. Jelikož všechny rizikové přírážky u společnosti Teva vycházely na nulové úrovni, výsledné náklady VK se ve všech letech rovnají výši bezrizikové sazby. S těmito hodnotami, uvedenými v tabulce 4.7, bude proveden i následný výpočet ekonomické přidané hodnoty společnosti Teva.

Tabulka 4.7: Alternativní náklady na vlastní kapitál

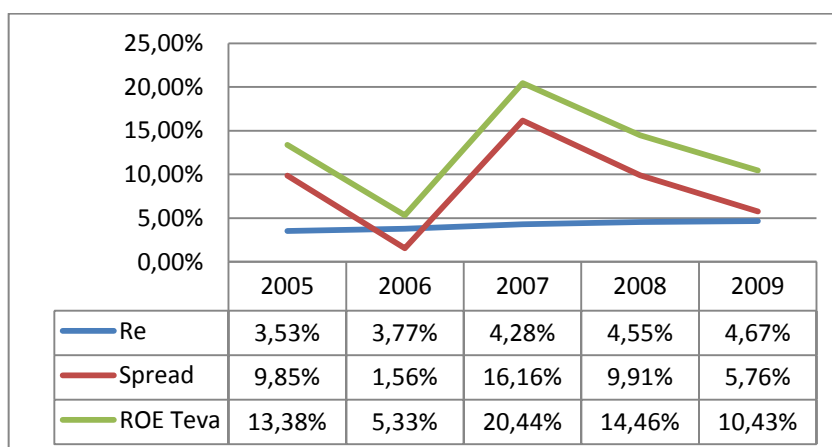
	2005	2006	2007	2008	2009
$R_E = R_F$	3,53 %	3,77 %	4,28 %	4,55 %	4,67 %

Zdroj: vlastní.

4.2.2 Výpočet ekonomické přidané hodnoty

Výpočet ukazatele *EVA* bude proveden podle metody založené na bázi zúženého hodnotového rozpětí dle vzorce (2.39). Výhodou této metody je, že nejsou nutné úpravy dat účetních výkazů. Tento způsob výpočtu nejprve porovnává dosaženou rentabilitu vlastního kapitálu s nákladem na vlastní kapitál. Vývoj *spreadu* a nákladů na vlastní kapitál v jednotlivých letech znázorňuje graf 4.6. Z grafu je patrné, že rozkolísanost *spreadu* nezapřičiňuje změna R_E , která trendově mírně roste, ale že stěžejní vliv má nerovnoměrný vývoj *ROE*.

Graf 4.6: Spread společnosti Teva



Zdroj: vlastní.

Vzniklý *spread* pro výpočet hodnoty *EVA* v posledním kroku vynásobíme celkovým vlastním kapitálem společnosti v příslušných letech. Vstupní data a výsledná *EVA* je zachycena v tabulce 4.8. Vidíme, že ve všech letech se *EVA* pohybuje v kladných číslech. Na první pohled můžeme říci, že společnost přidanou ekonomickou hodnotu pro vlastníky vytváří. Otázkou však je, zda je tato výše dostatečná, například vzhledem k aktivům pod správou společnosti.

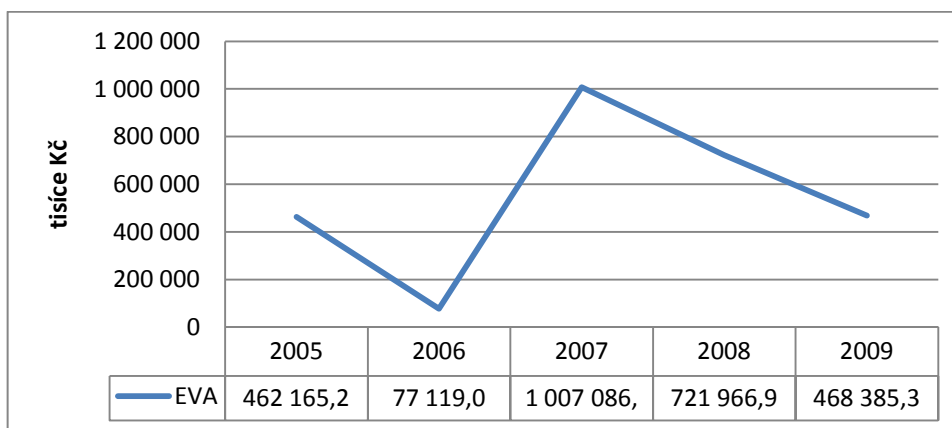
Tabulka 4.8: Vstupní data a výsledná hodnota *EVA equity*

	2005	2006	2007	2008	2009
ROE Teva	13,38 %	5,33 %	20,44 %	14,46 %	10,43 %
R_E	3,53 %	3,77 %	4,28 %	4,55 %	4,67 %
spread	9,85 %	1,56 %	16,16 %	9,91 %	5,76 %
VK (v tis.Kč)	4 692 826	4 956 817	6 230 572	7 283 959	8 132 114
EVA equity (v tis.Kč)	462 165	77 119	1 007 087	721 967	468 385

Zdroj: vlastní.

S jistotou však můžeme říci, že podle metodiky Ministerstva průmyslu a obchodu ČR bude Teva zařazena do *I. kategorie* podniků, které vytvářejí hodnotu a jejich rentabilita vlastního kapitálu je vyšší než alternativní náklady na vlastní kapitál. Toto hodnocení je pro společnost veskrze pozitivní.

Graf 4.7: *EVA společnosti Teva*



Zdroj: vlastní.

Z grafu 4.7 je patrné, že vývoj hodnoty *EVA* kopíruje vývoj *spread*, který byl znázorněn v grafu 4.6. Je zde patrný velký vliv rozkolísaného vývoje *ROE*. Nejdůležitější však je, že je *EVA* stále kladná, hodnota majetku vlastníků společnosti v čase roste.

4.3 Srovnání s odvětvím

Porovnání výkonnosti společnosti Teva bude provedeno srovnáním hodnot ukazatelů společnosti s hodnotami odvětví, ve kterém působí. Data pro srovnání byla převzata z ročních analýz Ministerstva průmyslu a obchodu dostupných na www.mpo.cz. Nejprve bude stanoven tržní podíl a jeho vývoj v daných letech, následně budou porovnávány nejdůležitější ukazatele finanční analýzy a náklady na vlastní kapitál.

Procentuální **tržní podíl** společnosti ve skupině farmaceutických výrobců byl vypočten jako podíl tržeb společnosti Teva na celkových tržbách skupiny. Jak je vidět v tabulce 4.9, tržní podíl společnosti se pohyboval mezi 16 až 21 procenty, tj. pětina trhu patřila společnosti Teva. Důležitá je jeho relativní stabilita v čase, je zde vidět, že společnost je v odvětví velkým hráčem. Do budoucna, po zavedení nové výrobní linky a plánovaném zdvojnásobení výroby, by mohl tržní podíl ještě stoupnout.

Tabulka 4.9: Tržní podíl společnosti Teva

	2005	2006	2007	2008	2009
Tržby NACE 21 (v tis.Kč)	24 948 819	26 217 619	27 550 570	27 242 000	28 162 217
Tržby Teva (v tis.Kč)	4 198 591	4 710 410	5 631 583	4 430 364	4 698 112
Tržní podíl Teva	16,83 %	17,97 %	20,44 %	16,26 %	16,68 %

Zdroj: www.mpo.cz, VZZ společnosti Teva a vlastní.

Dále bude provedeno srovnání ukazatelů s průměrem skupiny výrobců farmaceutik. Při **porovnání rentability** vlastního kapitálu se Teva pohybuje kolem průměru odvětví. U rentability aktiv se kromě roku 2006 pohybuje vždy nad průměrem odvětví. Hodnoty porovnávaných rentabilit obsahuje tabulka 4.10. Zajímavé je, že zatímco v odvětví je pravidlem, že $ROE > ROA$, u společnosti Teva je tomu naopak kromě roku 2008, kdy jsou cca na stejné výši. Tento paradox lze vysvětlit nulovým financováním činnosti společnosti z úvěrů. Pohledem na vzorce výpočtu rentabilit ROA (2.5) a ROE (2.6), lze vidět, že čítec bude při výpočtu ROE menší o nákladové úroky a daň, a jmenovatel se mění o výši CZ. V případě společnosti Teva se čítec změní pouze o zaplacenou daň a jmenovatel se sníží o velikost CZ, které tvoří v průměru pouze 16 % celkových pasiv. Zmíněným paradoxem tedy je, že se čítec sníží o více, než jmenovatel a výsledné procento je nižší.

Tabulka 4.10: Porovnání rentabilit odvětví a společnosti Teva

		2005	2006	2007	2008	2009
CZ-NACE 21	ROE	11 %	12,04 %	15,63 %	15,38 %	6,55 %
	ROA	9,69 %	10,02 %	13,75 %	13,88 %	7,87 %
Teva	ROE	13,38 %	5,33 %	20,44 %	14,46 %	10,43 %
	ROA	15,71 %	7,57 %	23,25 %	14,43 %	11,36 %

Zdroj: www.mpo.cz a vlastní.

Při **porovnání podílu VK či UZ na aktivech** se sleduje u společnosti Teva pouze vývoj jednoho ukazatele, neboť společnost má *UZ* rovny *VK*. Ve všech pěti letech se pohybuje nad průměrem odvětví (viz tabulka 4.11). Je zde vidět, že v odvětví je běžné, aby *VK* kryl 60 – 70 % aktiv podniku. U společnosti Teva je krytí aktiv vlastním kapitálem až zbytečně vysoké.

Tabulka 4.11: Porovnání struktury majetku odvětví a společnosti Teva

		2005	2006	2007	2008	2009
CZ-NACE 21	VK / A	57,02 %	56,97 %	61,38 %	64,24 %	73,08 %
	UZ / A	73,83 %	72,32 %	78,99 %	83,82 %	81,40 %
Teva	VK / A = UZ / A	81,82 %	78,41 %	84,37 %	84,73 %	86,73 %

Zdroj: www.mpo.cz a vlastní.

Při **srovnání ukazatelů likvidit** byly potvrzeny výsledky poměrové analýzy, která ukázala, že Teva je velice likvidní společností. Ukazatel okamžité likvidity (*L1*) se dostává výrazněji nad průměr odvětví v letech 2007 a 2008, kdy společnost shromažďuje na svém účtu peněžní prostředky na chystanou investici. V roce 2009 se opět vrací blízko k oborovému průměru. Ukazatele pohotové (*L2*) i celkové likvidity (*L3*) se ve všech letech pohybují vysoce nad průměrem odvětví.

Tabulka 4.12: Porovnání odvětví a společnosti Teva v oblasti likvidity

		2005	2006	2007	2008	2009
CZ-NACE 21	L3	1,58	1,96	1,58	1,79	2,77
	L2	1	1,28	1,01	1,22	1,89
	L1	0,1	0,11	0,12	0,22	0,37
Teva	L3	4,36	5,14	7,07	6,11	5,45
	L2	2,38	3,15	4,77	4,18	3,15
	L1	0,44	0,20	0,94	1,51	0,32

Zdroj: www.mpo.cz a vlastní.

Další vybranou oblastí pro srovnání je **oblast obratu aktiv** podniků. Z tabulky 4.13 je patrné, že pouze v roce 2007 se obrat aktiv společnosti přiblížil odvětvovému průměru. Většinu let je obrat aktiv daleko pomalejší, takže jak bylo zmíněno výše, v této oblasti má společnost Teva jisté nedostatky.

Tabulka 4.13: Obrat aktiv odvětví a společnosti Teva

		2005	2006	2007	2008	2009
CZ-NACE 21	Obrat aktiv	1,13	1,15	0,88	0,83	0,85
Teva	Obrat aktiv	0,732	0,745	0,763	0,515	0,501

Zdroj: www.mpo.cz a vlastní.

Poslední oblastí porovnání odvětvového průměru se společností Teva se týká stanovených nákladů na vlastní kapitál a vývoje *spreadu*. Náklady na vlastní kapitál se u společnosti Teva pohybují hluboko pod odvětvovým průměrem (viz tabulka 4.14), neboť společnost je natolik velká, stabilní a bez úvěrů, že se její alternativní náklady na vlastní kapitál rovnají bezrizikové sazbě, což je nejnižší možná výše R_E při výpočtu stavebnicovou metodou, která k jejich stanovení byla v této práci použita.

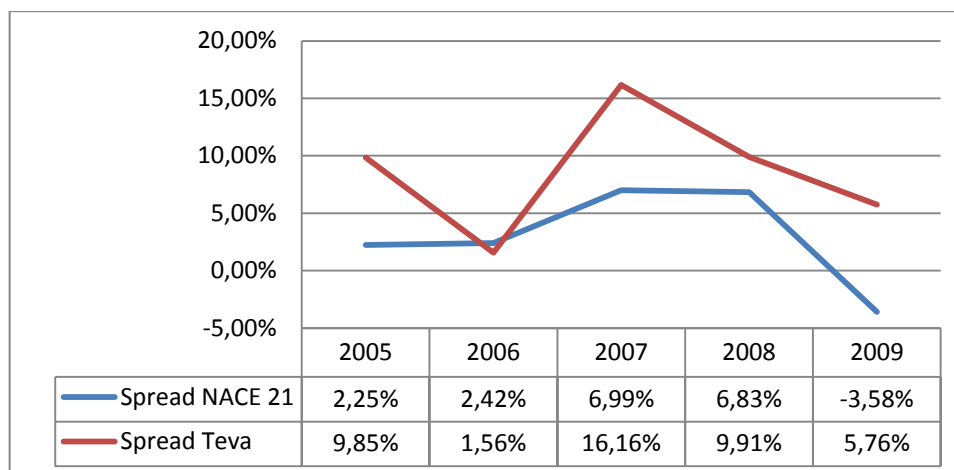
Tabulka 4.14: Alternativní náklady na vlastní kapitál odvětví vs. společnosti Teva

		2005	2006	2007	2008	2009
CZ-NACE 21	R_E	8,75 %	9,62 %	10,13 %	10,74 %	14,99 %
Teva	R_E	3,53 %	3,77 %	4,28 %	4,55 %	4,67 %

Zdroj: www.mpo.cz a vlastní.

Spread (rozdíl rentability vlastního kapitálu a nákladů na vlastní kapitál) společnosti Teva se ve sledovaných letech pohybuje výrazně nad průměrem odvětví. Pouze v nejslabším roce společnosti, v roce 2006, vidíme pokles pod tento průměr a výrazný skok v roce 2007. Vývoj *spreadu* odvětví a *spreadu* společnosti Teva znázorňuje graf 4.8.

Graf 4.8: Vývoj spread Teva vs. odvětví



Zdroj: www.mpo.cz a vlastní.

Celkově lze říci, že v rámci odvětví má společnost Teva silné postavení a že se téměř ve všech srovnávaných bodech pohybovala v odvětvovém průměru nebo i výrazně nad ním. Jako jediná problémová oblast byla potvrzena oblast obratu aktiv a byla zjištěna zvláštnost v poměru *ROA* a *ROE*. U podniků v odvětví rentabilita vlastního kapitálu převyšuje rentabilitu kapitálu celkového. U společnosti Teva je tento poměr rentabilit opačný.

4.3 Pyramidové rozklady

Pomocí pyramidového rozkladu budou identifikovány jednotlivé dílčí vlivy, které ovlivňují hodnotu stěžejních ukazatelů (ty budou stanoveny jako ukazatele vrcholové). Nejprve bude rozkládajícím vrcholovým ukazatelem ekonomická přidaná hodnota, následně ukazatel rentability vlastního kapitálu (významně ovlivňující vývoj ekonomické přidané hodnoty) a nakonec bude provedeno srovnání vlivů na vývoj ekonomické hodnoty společnosti Teva a odvětví. K vyčíslení jednotlivých vlivů u multiplikativních vazeb bude u rozkladu *ROE* a *EVA* společnosti Teva použita logaritmická metoda (tj. podíl logaritmů indexů), neboť ve všech úrovních budou rozkládána kladná čísla (která lze logaritmovat). V rozkladu *EVA* odvětví pak bude použita funkcionální metoda rozkladu a to z toho důvodu, že v letech 2008 a 2009 je výsledná ekonomická hodnota odvětví záporná.

4.3.1 Pyramidový rozklad EVA společnosti Teva

V této podkapitole budou určeny vlivy, které na vývoj ukazatele *EVA* v jednotlivých letech působily. Rozložena bude *EVA equity*, budou tedy určeny jednotlivé faktory ovlivňující především vývoj *ROE*. Celková změna *EVA* bude pak součtem vlivů ukazatelů dílčích. Způsob aplikovaného rozkladu znázorňuje obrázek 2.2 v teoretické části práce. Vypočtené dílčí vlivy, absolutně vyjádřené v peněžních jednotkách i relativně v procentech, jsou obsahem přílohy č. 9. Ve všech sledovaných letech dochází k nárůstu vlastního kapitálu, což má kladný vliv na výslednou *EVA*. Zásadní však je vliv *spreadu* a jeho dílčích faktorů. Komentován bude především rozklad na prvočinitele vlivů.

Tabulka 4.15: *EVA společnosti Teva a vyčíslení její změny v letech 2005 až 2009*

	2005	2006	2007	2008	2009
EVA (v tis.Kč)	462 165	77 119	1 007 087	721 967	468 385
absolutní změna	-	- 385 046	929 968	- 285 120	- 253 582
relativní změna	-	- 83,31 %	1206 %	- 28,31 %	- 35,12 %

Zdroj: vlastní.

Pokles *EVA* v roce 2006 byl 83 %. Negativní vlivy v roce 2006 převážily a u výsledné *EVA* došlo k razantnímu poklesu, přičemž stěžejní bylo snížení *spreadu* skrze snížení rentability vlastního kapitálu. Na tento výrazný pokles mělo největší negativní vliv snížení rentability aktiv (-67 %). Druhý nejvyšší vliv mělo zvýšení úrokové a daňové redukce. Další negativní vliv mělo snížení nákladů kapitálu (-2,5 %). Největší kladný vliv měl ukazatel finanční páky (3,8 %), neboť došlo k navýšení cizích zdrojů společnosti. Pozitivní vliv mělo také navýšení vlastního kapitálu a zvýšení obratu aktiv. Vyčíslení vlivů jednotlivých ukazatelů v roce 2006 a pořadí jejich vlivu na hodnotu *EVA* znázorňuje tabulka 4.16.

Tabulka 4.16: *Vyčíslení vlivů jednotlivých ukazatelů na změnu EVA v roce 2006*

		absolutní změna (v tis. Kč)	relativní změna	pořadí vlivu na změnu EVA
EVA (Kč)	ekonomická přidaná hodnota	-385 046	-83,31 %	-
VK (Kč)	vlastní kapitál	11 769	2,55 %	2.
R_E	náklady vlastního kapitálu	-11 485	-2,48 %	4.
EAT / EBIT	vliv úrokové a daňové redukce	-97 953	-21,19 %	5.
A / VK	finanční páka	17 823	3,86 %	1.
EBIT / T	rentabilita tržeb	-312 603	-67,64 %	6.
T / A	obrat aktiv	7 402	1,6 %	3.

Zdroj: vlastní.

V roce 2007 EVA společnosti skokově narůstá o 1 206 % (viz tabulka 4.17) a to především v důsledku nárůstu *spreadu* skrze zvýšení *ROE*. Hodnota pro vlastníky v tomto roce dosahuje výrazného nárůstu. Největší pozitivní vliv ve výši 929 % měla rentabilita tržeb. Druhý největší pozitivní vliv měla úroková a daňová redukce. Významně pozitivní vliv mělo i navýšení vlastního kapitálu a obratu aktiv společnosti. Nejvyšší negativní vliv, ovšem „jen“ ve výši 61 %, měla finanční páka podniku. Druhý a poslední negativní vliv má zvýšení nákladů vlastního kapitálu.

Tabulka 4.17: Vyčíslení vlivů jednotlivých ukazatelů na změnu EVA v roce 2007

		absolutní změna (v tis.Kč)	relativní změna	pořadí vlivu na změnu EVA
EVA (Kč)	ekonomická přidaná hodnota	929 968	1205,89	-
VK (Kč)	vlastní kapitál	82 775	107,33 %	3.
R_E	náklady vlastního kapitálu	-29 578	-38,35 %	5.
EAT / EBIT	vliv úrokové a daňové redukce	193 295	250,64 %	2.
A / VK	finanční páka	-47 717	-61,87 %	6.
EBIT / T	rentabilita tržeb	716 125	928,6 %	1.
T / A	obrat aktiv	15 068	19,54 %	4.

Zdroj: vlastní.

Následující rok 2008 EVA klesá zhruba o třetinu (28 %) oproti úspěšnému roku 2007 (viz tabulka 4.18). Nejvýraznější negativní vliv měl obrat celkových aktiv v tržbách (-45 %) a rentabilita tržeb (-10 %), tzn. zde lze pozorovat vliv poklesu tržeb společnosti Teva. Další negativní vlivy měly náklady vlastního kapitálu a vývoj finanční páky. Největší pozitivní vliv v roce 2008 měla úroková a daňová redukce (daňová zátěž podniku se snížila). Druhý pozitivní vliv vyjadřuje vývoj vlastního kapitálu společnosti, který stále roste.

Tabulka 4.18: Vyčíslení vlivů jednotlivých ukazatelů na změnu EVA v roce 2008

		absolutní změna (v tis.Kč)	relativní změna	pořadí vlivu na změnu EVA
EVA (Kč)	ekonomická přidaná hodnota	-285 120	-28,31 %	-
VK (Kč)	vlastní kapitál	133 812	13,29 %	2.
R_E	náklady vlastního kapitálu	-18 092	-1,8 %	4.
EAT / EBIT	vliv úrokové a daňové redukce	156 610	15,55 %	1.
A / VK	finanční páka	-4 929	-0,49 %	3.
EBIT / T	rentabilita tržeb	-98 771	-9,81 %	5.
T / A	obrat aktiv	-453 749	-45,06 %	6.

Zdroj: vlastní.

V posledním sledovaném **roce 2009** dochází opět k poklesu a to o cca 35 %, jak je vidět v tabulce 4.19. Významně klesá zisk i výnosnost aktiv. Jediný pozitivní vliv zde má stálý nárůst výše vlastního kapitálu (9 %). Negativní vlivy, které významně převažují, jsou připisovány vývoji rentability tržeb (-23 %), obratu aktiv (-9 %), vlivu daňové a úrokové redukce (-8 %) a dále finanční páce a zvyšování nákladů vlastního kapitálu.

Tabulka 4.19: Vyčíslení vlivů jednotlivých ukazatelů na změnu EVA v roce 2009

		<i>absolutní změna (v tis.Kč)</i>	<i>relativní změna</i>	<i>pořadí vlivu na změnu EVA</i>
EVA (Kč)	ekonomická přidaná hodnota	-253 582	-35,12 %	-
VK (Kč)	vlastní kapitál	64 552	8,94 %	1.
R_E	náklady vlastního kapitálu	-9 195	-1,27 %	2.
EAT / EBIT	vliv úrokové a daňové redukce	-60 717	-8,41 %	4.
A / VK	finanční páka	-22 081	-3,06 %	3.
EBIT / T	rentabilita tržeb	-163 322	-22,62 %	6.
T / A	obrat aktiv	-62 820	-8,7 %	5.

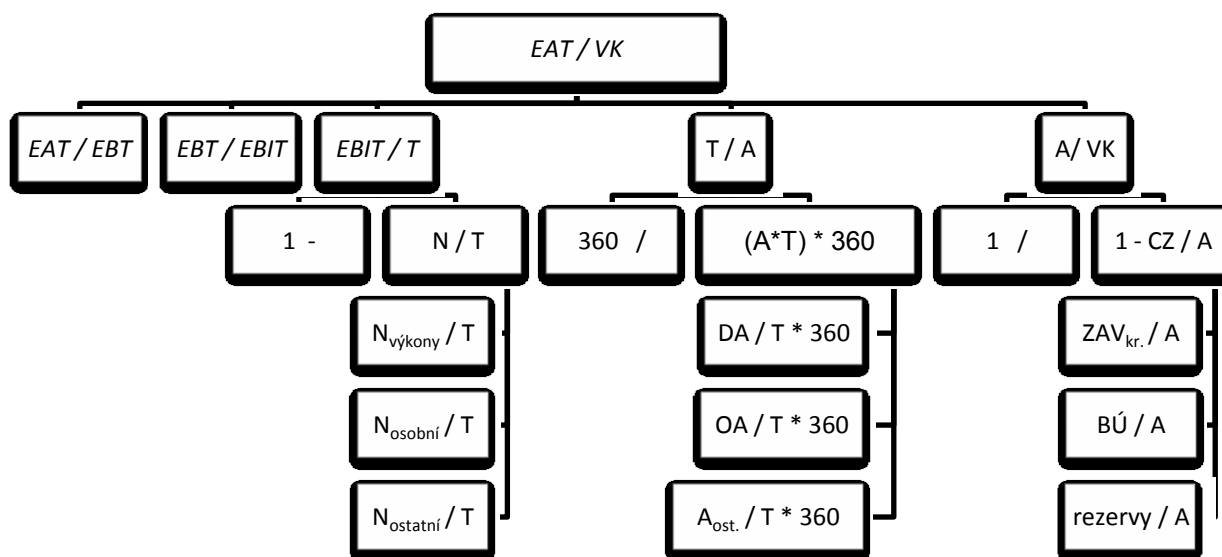
Zdroj: vlastní.

4.3.2 Pyramidový rozklad ROE společnosti Teva

Významný vliv na vývoj ekonomické přidané hodnoty má vývoj rentability vlastního kapitálu. Proto bude na tomto místě proveden jeho podrobný pyramidový rozklad a budou identifikovány a komentovány jednotlivé vlivy na vývoj této rentability. V první úrovni rozkladu ROE bude určen vliv daňové a úrokové redukce zisku, dále vliv provozní rentability, obratu aktiv a finanční páky. Následovat budou další dvě úrovně rozkladu. Použitý pyramidový rozklad znázorňuje obrázek 4.1 a výsledky výpočtu rozkladu obsahuje příloha č. 10. V analýze dílčích vlivů bude komentován relativní vliv změny jednotlivých ukazatelů.

Ve všech sledovaných letech se vliv úrokového zatížení i vývoj podílu bankovních úvěrů na aktivech bude rovnat nule, neboť společnost Teva nemá žádné bankovní úvěry ani z nich plynoucí úrokové povinnosti.

Obrázek 4.1: Pyramidový rozklad ROE



Zdroj: D.Dluhošová – Finanční řízení a rozhodování podniku (2010, s.89).

V roce 2006 se ROE snížilo relativně o 60 %. Největší negativní vliv mělo zvyšování ostatních nákladů (vliv -123 %) a daňové zatížení. Negativní vliv mělo také zvyšování rezerv a doba obratu oběžných aktiv, především zásob. Největší pozitivní vliv měl nárůst výkonové spotřeby (41 %) a pokles osobních nákladů (33 %). Další pozitivní vliv mají doba obratu dlouhodobých aktiv a vývoj krátkodobých závazků.

Tabulka 4.20: Vyčíslení vlivů jednotlivých ukazatelů na změnu ROE v roce 2006

		relativní změna	pořadí vlivu na ROE
ROE	rentabilita VK	- 60,19%	-
EAT / EBT	daňové zatížení	- 15,30 %	8.
EBT / EBIT	úrokové zatížení	0 %	-
N výkony / T	výkonová spotřeba v tržbách	40,93 %	1.
N osobní / T	osobní náklady	33,28 %	2.
N ost. / T	ostatní náklady	- 123,04 %	9.
DA / T * 360	doba obratu DA	2,9 %	3.
OA / T * 360	doba obratu OA	- 2,52 %	6.
A ost. / T * 360	doba obratu ost. A	0,78 %	5.
KZAV / A	krátkodobé závazky	2,66 %	4.
BU / A	bankovní úvěry	0 %	-
rezervy / A	rezervy	- 3,79 %	7.

Zdroj: vlastní.

Navýšení **ROE v roce 2007** o 283 % bylo zapříčiněno především zvýšením rentability tržeb, viz tabulka 4.21. Silným pozitivní vliv má pokles všech typů nákladů. Pozitivní vliv změny ostatních nákladů je 142 % a spotřebních (62 %). Druhý nejsilnější pozitivní vliv má daňové zatížení společnosti (63 %) a doba obratu dlouhodobých aktiv (5,3 %). Nejsilnější negativní vliv ve výši -12 % má změna obratu krátkodobých závazků.

Tabulka 4.21: Vyčíslení vlivů jednotlivých ukazatelů na změnu ROE v roce 2007

		relativní změna	pořadí vlivu na ROE
ROE	rentabilita VK	283,86 %	-
EAT / EBT	daňové zatížení	62,58 %	2.
EBT / EBIT	úrokové zatížení	0 %	-
N výkony / T	výkonová spotřeba v tržbách	62,36 %	3.
N osobní / T	osobní náklady	27,82 %	4.
N ost. / T	ostatní náklady	141,66 %	1.
DA / T * 360	doba obratu DA	5,29 %	5.
OA / T * 360	doba obratu OA	- 0,48 %	7.
A ost. / T * 360	doba obratu ost.A	0,06 %	6.
KZAV / A	krátkodobé závazky	- 12,07 %	9.
BU / A	bankovní úvěry	0 %	-
rezervy / A	rezervy	- 3,38 %	8.

Zdroj: vlastní.

Analýza vlivů na změny **ROE v roce 2008** oproti roku 2007 vypovídá (viz tabulka 4.22), že na 29% poklesu **ROE** se nejvíce podílela s nejvyšším negativním vlivem změna obratu oběžných aktiv společnosti a to ve výši -25 %. Druhý největší negativní vliv měla změna doby obratu dlouhodobých aktiv (-7 %) a třetím nejvyšším negativním vlivem bylo navýšení výkonové spotřeby (vliv -5,4 %). Nejvyšší pozitivní vliv mělo snížení daňového zatížení společnosti (11,4 %), druhý nejvyšší pozitivní vliv pak měla změna obratu krátkodobých závazků (2,4 %). Celkově však převládaly vlivy negativní, výsledná změna **ROE** byla negativní.

Tabulka 4.22: Vyčíslení vlivů jednotlivých ukazatelů na změnu ROE v roce 2008

		relativní změna	pořadí vlivu na ROE
ROE	rentabilita VK	- 29,26 %	-
EAT / EBT	daňové zatížení	11,43 %	1.
EBT / EBIT	úrokové zatížení	0 %	-
N výkony / T	výkonová spotřeba v tržbách	- 5,41 %	7.
N osobní / T	osobní náklady	- 0,57 %	3.
N ost. / T	ostatní náklady	- 1,23 %	5.
DA / T * 360	doba obratu DA	- 7,14 %	8.
OA / T * 360	doba obratu OA	- 25,07 %	9.
A ost. / T * 360	doba obratu ost.A	- 0,92 %	4.
KZAV / A	krátkodobé závazky	2,44 %	2.
BU / A	bankovní úvěry	0 %	-
rezervy / A	rezervy	- 2,8 %	6.

Zdroj: vlastní.

Analyzovaný vrcholový ukazatel **ROE v posledním roce 2009** zaznamenal v relativním vyjádření meziroční pokles o 28 % a to především kvůli snížení provozní rentability, kde mělo nejvyšší negativní vliv zvyšování ostatních nákladů společnosti (-78 %). Druhý největší negativní vliv měla změna doby obratu dlouhodobých aktiv (vliv -20 %) a třetí pak zvýšení daňového zatížení. K pozitivním vlivům patřilo snížení výkonové spotřeby v tržbách (vliv 62 %), změna doby obratu oběžných aktiv (14 %) a třetím největším pozitivním vlivem bylo snížení osobních nákladů v poměru k tržbám (0,73 %). Negativní trendy však převážily i v tomto roce a výsledné **ROE** oproti roku 2008 pokleslo.

Tabulka 4.23: Vyčíslení vlivů jednotlivých ukazatelů na změnu ROE v roce 2009

		relativní změna	pořadí vlivu na ROE
ROE	rentabilita VK	-27,88 %	-
EAT / EBT	daňové zatížení	-5,48 %	7.
EBT / EBIT	úrokové zatížení	0 %	-
N výkony / T	výkonová spotřeba v tržbách	61,69 %	1.
N osobní / T	osobní náklady	0,73 %	3.
N ost. / T	ostatní náklady	-77,76 %	9.
DA / T * 360	doba obratu DA	-19,7 %	8.
OA / T * 360	doba obratu OA	14,37 %	2.
A ost. / T * 360	doba obratu ost. A	0,27 %	4.
KZAV / A	krátkodobé závazky	-1,68 %	6.
BU / A	bankovní úvěry	0 %	-
rezervy / A	rezervy	-0,31 %	5.

Zdroj: vlastní.

4.3.3 Pyramidový rozklad EVA odvětví

Aby bylo možno důkladně porovnat ekonomickou přidanou hodnotu společnosti Teva s vývojem ekonomické přidané hodnoty odvětví, bude v této kapitole proveden pyramidový rozklad *EVA equity* zpracovatelského průmyslu. Multiplikativní vazba bude řešena funkcionální metodou, neboť v posledních dvou letech je hodnota EVA odvětví záporná a nelze tedy použít metodu logaritmickou, jako u rozkladů předchozích. Vstupní údaje pro rozklad EVA odvětví byly získány z analýz Ministerstva průmyslu a obchodu ČR a jsou obsahem přílohy č. 11, výsledky výpočtu rozkladu EVA odvětví jsou pak uvedeny v příloze č. 12.

V roce 2006 ekonomická přidaná hodnota odvětví vzrostla o 80 % (viz tabulka 4.24). Největší pozitivní vliv (44,5 %) mělo zvyšování rentability tržeb, druhý nejvyšší pozitivní vliv mělo snížení úrokové a daňové redukce (33,6 %). K dalším pozitivním vlivům patří nárůst vlastního kapitálu podniků odvětví a zvyšování obratu aktiv. Největší negativní vliv mělo snížení nákladů vlastního kapitálu za odvětví (-11,7 %), dále pak vývoj ukazatele finanční páky (podnikům v odvětví se navyšuje podíl vlastního kapitálu na aktivech). Celkově v tomto roce pozitivní vlivy převážily nad vlivy negativními a ekonomická přidaná hodnota celkově v odvětví rostla.

Tabulka 4.24: Vyčíslení vlivů ukazatelů na změnu EVA odvětví v roce 2006

		absolutní změna (v tis. Kč)	relativní změna	pořadí vlivu na změnu EVA
EVA (Kč)	ekonomická přidaná hodnota	13 035 340	79,16 %	-
VK (Kč)	vlastní kapitál	2 056 264	12,49 %	3.
R_E	náklady vlastního kapitálu	-1 936 554	-11,76 %	6.
EAT / EBIT	vliv úrokové a daňové redukce	5 538 970	33,64 %	2.
A / VK	finanční páka	-1 328 654	-8,07 %	5.
EBIT / T	rentabilita tržeb	7 329 247	44,51 %	1.
T / A	obrat aktiv	1 376 067	8,36 %	4.

Zdroj: vlastní.

V roce 2007 ještě vidíme kladnou relativní změnu EVA odvětví a to ve výši 32 %, jak uvádí tabulka 4.25. Pozitivní vlivy zde byly celkem tři. Vysoký pozitivní vliv mělo navyšování rentability tržeb (163 %), dále téměř nepatrný pozitivní vliv měl vývoj vlastního kapitálu a nákladů na vlastní kapitál. Negativní vlivy byly také tři,

největší mělo snížení obrátu aktiv (-81 %), dále finanční páka (-29 %) a negativně se projevil i vliv daňové a úrokové redukce zisku.

Tabulka 4.25: Vyčíslení vlivů ukazatelů na změnu EVA odvětví v roce 2007

		absolutní změna (v tis. Kč)	relativní změna	pořadí vlivu na změnu EVA
EVA (Kč)	ekonomická přidaná hodnota	9 506 481	32,22 %	-
VK (Kč)	vlastní kapitál	691 435	2,34 %	2.
R_E	náklady vlastního kapitálu	340 797	1,16 %	3.
EAT / EBIT	vliv úrokové a daňové redukce	- 7 487 004	- 25,38 %	4.
A / VK	finanční páka	- 8 446 027	- 28,63 %	5.
EBIT / T	rentabilita tržeb	48 166 921	163,26 %	1.
T / A	obrat aktiv	- 23 759 642	- 80,53 %	6.

Zdroj: vlastní.

V roce 2008 se už ve výsledcích odvětví projevila finanční krize. Jak je vidět v tabulce 4.26, hodnota EVA klesla meziročně o 106 %. Na tomto poklesu mělo největší (negativní) vliv snížení rentability tržeb (-74 %). Druhý největší negativní vliv měla daňová (-17 %) a úroková redukce, třetí pak pokles nákladů vlastního kapitálu. Klesal také obrát aktiv a dokonce i vlastní kapitál. Jediný pozitivní vliv měl vývoj ukazatele finanční páky.

Tabulka 4.26: Vyčíslení vlivů ukazatelů na změnu EVA odvětví v roce 2008

		absolutní změna (v tis. Kč)	relativní změna	pořadí vlivu na změnu EVA
EVA (Kč)	ekonomická přidaná hodnota	-41 493 645	-106,37%	-
VK (Kč)	vlastní kapitál	-333 225	-0,85%	2.
R_E	náklady vlastního kapitálu	-4 775 355	-12,24%	4.
EAT / EBIT	vliv úrokové a daňové redukce	-6 769 773	-17,35%	5.
A / VK	finanční páka	280 124	0,72%	1.
EBIT / T	rentabilita tržeb	-28 913 563	-74,12%	6.
T / A	obrat aktiv	-981 854	-2,52%	3.

Zdroj: vlastní.

V posledním analyzovaném roce 2009 v odvětví došlo k razantnímu poklesu ekonomické přidané hodnoty o 2 833 %. Naplno se projevila finanční krize a projevilo se zpomalení ekonomiky. Vlivy jednotlivých ukazatelů znázorňuje tabulka 4.27. Největší negativní vliv (-1 412 %) má vývoj průměrných nákladů na vlastní kapitál podniků v odvětví. Druhý největší vliv (-805 %) mělo snížení rentability tržeb

a ve stovkách procent měl negativní vliv i obrat aktiv (-394 %), který se nadále zpomaloval, a vliv úrokové a daňové redukce v odvětví (-245 %). Jediným pozitivním vlivem na vývoj ekonomické přidané hodnoty v tomto roce bylo navýšení výše vlastního kapitálu odvětvových podniků.

Tabulka 4.27: Vyčíslení vlivů ukazatelů na změnu EVA odvětví v roce 2009

		absolutní změna (v tis. Kč)	relativní změna	pořadí vlivu na změnu EVA
EVA (Kč)	ekonomická přidaná hodnota	- 70 369 892	- 2832,65 %	-
VK (Kč)	vlastní kapitál	1 231 006	49,55 %	1.
R_E	náklady vlastního kapitálu	- 35 089 247	- 1412,47 %	6.
EAT / EBIT	vliv úrokové a daňové redukce	- 6 083 949	- 244,90 %	3.
A / VK	finanční páka	- 649 375	- 26,14 %	2.
EBIT / T	rentabilita tržeb	- 20 002 188	- 805,16 %	5.
T / A	obrat aktiv	- 9 776 139	- 393,53 %	4.

Zdroj: vlastní.

4.3.4 Porovnání výsledků rozkladů EVA společnosti Teva a odvětví

Předchozí dvě kapitoly podrobně popsaly změny dílčích ukazatelů, které měly vliv na vývoj ukazatele ekonomické přidané hodnoty jak pro společnost Teva, tak pro celé zpracovatelské odvětví průmyslu. V této kapitole bude přistoupeno ke srovnání výsledků těchto rozkladů. Jednotlivé dílčí vlivy ukazatelů, použitých v rozkladu ekonomické přidané hodnoty u společnosti Teva i ve zpracovatelském odvětví shrnuje tabulka 4.28.

Tabulka 4.28: Srovnání vlivů ukazatelů na změnu EVA pro společnosti Teva a odvětví (relativní změny)

	ODVĚTVÍ				TEVA			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
EVA	79,16 %	32,22 %	- 106,37 %	- 2 832%	- 83,31 %	1 206 %	- 28,31 %	- 35,12%
VK	12,49 %	2,34 %	- 0,85 %	49,55 %	2,55 %	107,3 %	13,29 %	8,94 %
R_E	- 11,76 %	1,16 %	- 12,24 %	- 1 412%	- 2,48 %	- 38,35 %	- 1,8 %	- 1,27 %
EAT / EBIT	33,64 %	- 25,38%	- 17,35 %	- 244,9%	- 21,19 %	250,6 %	15,55 %	- 8,41 %
A / VK	- 8,07 %	- 28,63%	0,72 %	- 26,14%	3,86 %	- 61,87 %	- 0,49 %	- 3,06 %
EBIT / T	44,51 %	163,2 %	- 74,12 %	- 805,1%	- 67,64 %	928,6 %	- 9,81 %	- 22,62%
T / A	8,36 %	- 80,53%	- 2,52 %	- 393,5%	1,6 %	19,54 %	- 45,06 %	- 8,7 %

Zdroj: vlastní.

V roce 2006 lze sledovat výrazný odklon opačným směrem od změn patrných v datech odvětví. Zatímco odvětvová ekonomická přidaná hodnota o 80 % stoupla, u společnosti Teva byl zaznamenán její zhruba stejně vysoký pokles. Společnosti se oproti odvětví výrazně snižuje obrát aktiv a opačný vliv než v odvětvovém průměru má i daňová a úroková redukce. S vývojem odvětví se společnost Teva shoduje u kladného vlivu obrátu tržeb a vývoje vlastního kapitálu, který roste. Celkově se však vlivy na vývoj přidané ekonomické hodnoty společnosti nevyvíjí v souladu s vývojem odvětví.

Rok 2007 byl pro společnost Teva úspěšný, což je vidět i u porovnání jejího vývoje s odvětvím, kterému v porovnání se společností Teva roste přidaná ekonomická hodnota jen nepatrně. Společný negativní vliv na změnu *EVA* pro celé odvětví vč. společnosti Teva má vývoj finanční páky. Společný pozitivní vliv pak vývoj vlastního kapitálu a rentability tržeb. Opačným vlivem než na odvětví působí na společnost vývoj nákladů na vlastní kapitál a obrát aktiv. U společnosti Teva převážily vysoké pozitivní vlivy a její ekonomická přidaná hodnota roste mnohanásobně více než odvětvová.

Společným pohledem na data **za roky 2008 a 2009** lze vidět, že ekonomická recese měla na změnu vývoje ekonomické přidané hodnoty společnosti Teva daleko nižší vliv, než na vývoj *EVA* celého odvětví. Zatímco *EVA* společnosti Teva klesala meziročně cca o třetinu (-35 %), celoodvětvová ekonomická přidaná hodnota klesá v roce 2009 o 2 832 %. Důvodem je předmět činnosti společnosti Teva. Jak již bylo řečeno, poptávka po produktech farmaceutického průmyslu je relativně stálého charakteru. Vývoj jednotlivých ukazatelů odvětví a společnosti se v těchto „krizových“ letech příliš neshodují, snad jen v roce 2009 můžeme vidět společný (nejvyšší a jediný) pozitivní vliv u vývoje vlastního kapitálu. Ve vývoji odvětví je vidět velký negativní vývoj především u rentability tržeb a nákladů na vlastní kapitál. Vývoj nákladů na vlastní kapitál pro společnost Teva takto razantní vliv nemá díky značné velikosti společnosti, nezadluženosti a jiným faktorům.

4.4 Celkové zhodnocení finanční výkonnosti společnosti Teva

Při hodnocení finanční výkonnosti společnosti Teva v kapitole čtvrté byly použity vybrané predikční modely využívající poměrové ukazatele, které hodnotí současný i budoucí vývoj společnosti. **Beaverovým predikčním bankrotním modelem** bylo z vývojového trendu poměrových ukazatelů zjištěno, že společnost Teva nevykazuje žádné signály, které by mohly znamenat, že společnost směřuje k úpadku. Oproti tomu **Altmanův model** společnost zařadil mezi podniky v tzv. šedé zóně, kde o podniku nelze říci ani, že je bankrotující, ale ani, že bankrotující není.

Aplikovány byly i modely zohledňující specifičnost českého prostředí, které byly vyvinuty manželi Neumaierovými. **Index IN95** signalizoval věřitelům společnosti Teva, že se jedná o společnost finančně zdravou a že je schopna dostát svým závazkům. **Index IN99** pak upozorňoval vlastníky na to, že společnost pro ně hodnotu spíše nevytváří. Souhrnné indexy **IN01** a **IN05**, pak téměř shodně vypověděly, že kromě roku 2006 společnost hodnotu vytváří.

Jako moderní měřítko výkonnosti podniku byl využit **ukazatel ekonomické přidané hodnoty**. Nejprve byly stanoveny náklady kapitálu, které vyšly na minimální úrovni, tj. na úrovni bezrizikové sazby (rizikovost podniku projevující se v jednotlivých typech přírážek byla vypočtena na nulové úrovni). Tato skutečnost vypovídá o tom, že Teva je silným podnikem s vysokým základním kapitálem, s nízkým podílem úplatných zdrojů, dobrou likviditou a vysokou produkční silou. Výsledné hodnoty *EVA* se pohybovaly v jednotlivých letech vždy v kladných číslech, bylo tedy zjištěno, že společnost Teva vytváří přidanou hodnotu pro své vlastníky. Nejnížší v roce 2006 ve výši 77 miliónů korun, naopak nejvyšší v roce 2007, kdy hodnota *EVA* přesáhla jednu miliardu korun.

Při **porovnání s odvětvím** farmaceutického průmyslu vyšlo hodnocení společnosti Teva výrazně nadprůměrné a její postavení bylo zhodnoceno jako silné. Teva si drží vysoký tržní podíl až okolo 20 %, má nízkou zadluženost a velké množství likvidních aktiv. Rentabilita společnosti se pohybuje kolem průměru odvětví. Jako jediná problémová oblast zde byla potvrzena doba obratu aktiv.

Pro detailnější analýzu vývoje ekonomické přidané hodnoty společnosti byl proveden **pyramidový rozklad ekonomické přidané hodnoty** a rentability vlastního

kapitálu. Rozkládána byla *EVA* na bázi zúženého hodnotového rozpětí, stěžejní vliv na vývoj hodnoty *EVA* měl vývoj *spreadu*, tj. rozdílu *ROE* a R_E . U **společnosti Teva** byl vývoj *spreadu* ve všech letech kromě roku 2007 vliv negativní. Ryze pozitivní vliv měl vývoj vlastního kapitálu společnosti a nákladů na tento vlastní kapitál. U ostatních dílčích ukazatelů je vývoj rozkolísaný a u jejich vlivů dochází k výkyvům.

Významný vliv na změny ekonomické přidané hodnoty měl vývoj rentability vlastního kapitálu, proto byla provedena analýza vlivů až do 3. úrovně rozkladu. Nulový **vliv na vývoj *ROE*** měla úroková redukce (neboť podnik nemá dluhy tudíž ani nákladové úroky) a podíl bankovních úvěrů na financování majetku. Vesměs pozitivní vliv má vývoj výrobních a osobních nákladů a vývoj doby obratu aktiv. Naopak většinou vliv negativní má vývoj podílů krátkodobých závazků a rezerv na aktivech, potažmo vývoj finanční páky společnosti. Rozkolísaný vliv na vývoj *ROE* má daňová redukce. Celkově byl u *ROE* kromě roku 2007 zaznamenán pokles v jeho vývoji.

Poslední **rozklad** byl proveden pro vývoj **ekonomické přidané hodnoty** zpracovatelského odvětví, která v letech 2006 a 2007 zaznamenává pozitivní vývoj. V dalších dvou letech pak výrazný propad. Tento vývoj *EVA* se shoduje s vývojem *spreadu*, *ROE*, *ROA* i vývojem rentability tržeb. Ve většině let pozitivní vliv měl vývoj vlastního kapitálu a jejich průměrných nákladů v odvětví. Většinou negativní vývoj byl zaznamenán u úrokové a daňové redukce, obratu tržeb a odvětvové finanční páky.

V závěru kapitoly byly porovnány hlavní vlivy, které působily na **vývoj ekonomické přidané hodnoty společnosti Teva versus vývoj v odvětví**. Ten se zásadně neshodoval především v roce 2006, kdy odvětví vykazovalo růst ekonomické přidané hodnoty a společnost Teva vykazovala oproti roku 2005 pokles. Nejvýrazněji se Teva odlišovala ve vývoji rentability tržeb, u které zaznamenávala zhruba stejný pokles, jaký byl v odvětví růst. To bylo hlavní příčinou rozdílného vývoje společnosti a odvětví v roce 2006. V roce 2007 se vývoj více méně shodoval s odvětvovým. V letech 2008 a 2009 pak společnost lépe odolávala ekonomické recesi a vykazovala mnohem menší poklesy ve vývoji své ekonomické přidané hodnoty.

5 Závěr

Cílem práce bylo provést hodnocení finanční výkonnosti společnosti Teva Czech Industries s.r.o. Hodnocení bylo provedeno za pomoci vybraných tradičních i moderních metod, použito bylo i srovnání s odvětvovými výsledky.

Diplomová práce byla rozdělena do tří kapitol. Po úvodu následovala teoretická část práce - **kapitola druhá**. Byla v ní definována výkonnost podniku a detailně popsány metody tradičního i moderního hodnocení výkonnosti. Nejobsáhlejší podkapitoly se věnovaly vymezení finanční analýzy, popisu pyramidového rozkladu, predikčním modelům, ekonomické přidané hodnotě a stanovení nákladů vlastního kapitálu.

V třetí a čtvrté kapitole diplomové práce bylo přistoupeno k detailní analýze společnosti Teva Czech Industries s.r.o. a to za pomoci představené metodologie vymezené v teoretické části. Analyzovaná společnost byla nejprve představena, zařazena dle klasifikace ekonomických činností a následně byly provedeny tradiční metody finanční analýzy – horizontální a vertikální analýza výkazů. Následně bylo přistoupeno k poměrové analýze vybraných pěti oblastí. Poměrové ukazatele byly využity i v další části práce, která se zabývala predikčními modely. Konkrétně byly ze souhrnných modelů hodnotících finanční úroveň podniku vybrány tyto tři: Beaverův bankrotní model, Altmanův bankrotní model a indexy IN.

Finanční výkonnost byla následně analyzována ukazatelem ekonomické přidané hodnoty, jejíž výpočet byl proveden na bázi zúženého hodnotového rozpětí. Náklady vlastního kapitálu byly pro účely výpočtu *EVA* vypočteny stavebnicovou metodou. Pro důslednou analýzu byly provedeny pyramidové rozklady *EVA* společnosti Teva, dále rozklad *ROE* a *EVA* odvětví. V úplném závěru byl vývoj společnosti srovnán s vývojem svého odvětví a bylo provedeno souhrnné hodnocení výkonnosti vybrané společnosti.

Na základě výše uvedených analýz lze říci, že společnost Teva je podnikem finančně výkonným s dostatečným zázemím pro budoucí růst podniku, ať už se jedná o dostatečné množství likvidních prostředků použitelných pro další investiční záměry společnosti, nebo o stabilní vysoké hodnoty rentability zapojených zdrojů. Zároveň

bylo ukázáno, že společnost, přestože některé modely nebyly v hodnocení úplně průkazné, vytváří svojí činností přidanou hodnotu. Otázkou však zůstává, zda je tato hodnota pro vlastníky tvořena v dostatečné výši či zda by nebylo možno dosahovat s danými zdroji ještě lepších výsledků.

Seznam použité literatury

Publikace:

DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2006. 191 s. ISBN 80-86119-58-0.

DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 226 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

DAMODARAN, A. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 2nd ed. Publisher: Wiley, 2002. 992 p. ISBN 978-0471414889

BODIE, Z.; MERTON, R. *Finance*. New Jersey: Pearson Prentice Hall, 1999. 479 p. ISBN: 978-0130151025

GRÜNWALD, R.; HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Ekopress, 2007. 318 s. ISBN 978-90-86929-26-2.

MÁČE, M. *Finanční analýza obchodních a státních organizací*. 1. vyd. Praha: Grada, 2006. 155 s. ISBN 80-247-1558-9.

MAŘÍK M.; MAŘÍKOVÁ P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 168 s. ISBN 80-86119-61-0.

NEUMAIEROVÁ, I.; NEUMAIER, I. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: Grada, 2002. 215 s. ISBN 80-247-0125-1

PAVELKOVÁ D.; KNÁPKOVÁ A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2. vyd. Praha: Linde, 2007. 333 s. ISBN 80-86131-63-7.

SUCHÁNEK, P. *Finanční management*. Brno: Masarykova univerzita, Ekonomicko správní fakulta, 2007. 127 s. ISBN 978-80-210-4277-3

WAGNER, J. *Měření výkonnosti*. 1. vyd. Praha: GRADA, 2009. 256 s. ISBN 978-80-247-2924-4.

ZMEŠKAL, Z. a kol. *Finanční modely*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2004. 236 s. ISBN 80-86119-87-4.

Články:

NEUMAIEROVÁ, I.; NEUMAIER I. Proč se ujal index IN a nikoli pyramidový systém ukazatelů INFA. *Ekonomika a management*, 2008, roč. 2, č. 4, s. 10. ISSN 1802-8407 / ISSN1802-8943

Internetové a ostatní zdroje:

Sborník příspěvků z mezinárodní vědecké konference "Evropské finanční systémy".
Brno: Masarykova univerzita, 2005. 272 s. *ISBN: 80-210-3753-9*. Dostupný z WWW:
<http://is.muni.cz/do/econ/sborniky/2005/evropske-financni-systemy-2005.pdf>

Forišková, D.; Richtarová, D. *Využití analýzy odchylek při hodnocení ziskovosti finančních institucí* (5. mezinárodní konference řízení a modelování finančních rizik). Ostrava: VŠB-TU Ostrava, Ekonomická fakulta, katedra financí, 8. – 9. září 2010. *ISBN 978-80-248-2306-5*
Dostupný také z WWW: <http://www.ekf.vsb.cz/miranda2/export/sites-root/ekf/konference/cs/okruhy/archiv/rmfr/prispevky/dokumenty/Foriskova2BRichtarova.pdf>

www.justice.cz

www.mpo.cz

<http://www.inovace.cz/for-business/financovani-inovaci/clanek/okec-konci--nahradi-ho-cz-nace/> [dostupné online 10.4.2011]

http://ekonomika.idnes.cz/izraelci-investuji-v-opave-1-6-miliardy-do-vyroby-leku-p0l-/ekonomika.aspx?c=A080309_215705_ekonomika_mia [dostupné online 14.3.2011]

Výroční zpráva Teva Czech Industries s.r.o. 2006

Výroční zpráva Teva Czech Industries s.r.o. 2007

Výroční zpráva Teva Czech Industries s.r.o. 2008

Výroční zpráva Teva Czech Industries s.r.o. 2009

Finanční analýza průmyslu a stavebnictví za rok 2006

Finanční analýza podnikové sféry za rok 2009

Seznam zkratk

<i>A</i>	aktiva
<i>APM</i>	arbitrážní model oceňování
<i>BVE</i>	účetní hodnota vlastního kapitálu
<i>C</i>	kapitál
<i>CAPM</i>	model oceňování kapitálových aktiv
<i>CF ROI</i>	finanční tok z investic
<i>CF</i>	cash flow, peněžní toky
<i>CZ</i>	cizí zdroje
<i>CZ_{dl.}</i>	dlouhodobý cizí kapitál
<i>CZ-NACE</i>	česká klasifikace ekonomických činností
<i>ČZR</i>	čisté ziskové rozpětí
<i>D</i>	celkové dluhy
<i>d</i>	sazba daně
<i>DA</i>	dlouhodobá aktiva
<i>DCF</i>	diskontované peněžní toky
<i>DIV</i>	vyplacená dividenda
<i>E(R_j)</i>	dodatečný výnos <i>j</i> -tého faktoru
<i>E(R_M)</i>	očekávaný výnos tržního portfolia
<i>EAT</i>	čistý zisk
<i>EBIT</i>	provozní zisk
<i>EBITDA</i>	zisk před úroky, daněmi a odpisy
<i>EBT</i>	zisk před zdaněním
<i>EPS</i>	zisk na akcii
<i>EVA</i>	ekonomická přidaná hodnota
<i>FCF</i>	volné peněžní toky
<i>i</i>	úroková míra z dluhu
<i>KBÚ</i>	krátkodobé bankovní úvěry
<i>KZ</i>	krátkodobé závazky
<i>L1</i>	okamžitá likvidita
<i>L2</i>	pohotová likvidita
<i>L3</i>	celková likvidita
<i>MV</i>	tržní hodnota
<i>MVA</i>	tržní přidaná hodnota
<i>MVE</i>	tržní hodnota vlastního kapitálu
<i>N</i>	celkové náklady

<i>NOPAT</i>	zdaněný zisk z operační činnosti podniku
<i>NPV</i>	čistá současná hodnota
<i>NZ</i>	nerozdělený zisk
<i>OA</i>	oběžná aktiva
<i>OKEČ</i>	odvětvová klasifikace ekonomických činností
<i>P</i>	tržní cena akcií
<i>PH</i>	pokračující hodnota
<i>PK</i>	pracovní kapitál
<i>PPP</i>	pohotovému platební prostředky
<i>PV</i>	současná hodnota
<i>R</i>	náklady kapitálu
<i>R_D</i>	náklady cizího kapitálu
<i>R_E</i>	náklady vlastního kapitálu
<i>R_E</i>	vlastní kapitál
<i>R_F</i>	bezriziková sazba
<i>R_{FINSTAB}</i>	riziková přírážka za podnikatelské riziko
<i>ROA</i>	rentabilita aktiv
<i>ROC</i>	výnosnost investovaného kapitálu
<i>ROCE</i>	rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu
<i>ROE</i>	rentabilita vlastního kapitálu
<i>ROS</i>	rentabilita tržeb
<i>R_{POD}</i>	riziková přírážka za velikost podniku
<i>R_{LA}</i>	riziková přírážka za likvidnost akcií
<i>T</i>	tržby
<i>TSR</i>	tržní výnos akciového kapitálu
<i>U</i>	placené úroky
<i>UZ</i>	úplatné zdroje
<i>V</i>	celkové výnosy
<i>VK</i>	vlastní kapitál
<i>VZZ</i>	výkaz zisku a ztráty
<i>WACC</i>	vážené průměrné náklady na kapitál
<i>XL</i>	mezní hodnota likvidity
<i>Z</i>	zásoby
<i>ZK</i>	základní kapitál
<i>ZPL</i>	závazky po lhůtě splatnosti
<i>β</i>	koeficient citlivosti

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 29. dubna 2011

.....
jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:

*Benkovice 8,
Hradec nad Moravicí*

Seznam příloh

- Příloha č. 1: Rozvaha společnosti Teva za roky 2005 až 2009
- Příloha č. 2: Výkaz zisku a ztráty společnosti Teva za roky 2005 až 2009
- Příloha č. 3: Výkaz finančních toků společnosti Teva za roky 2005 až 2009
- Příloha č. 4: Váhy indexu *IN95* pro jednotlivé *OKEČ* dle Neumaierových
- Příloha č. 5: Horizontální analýza rozvahy
- Příloha č. 6: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty
- Příloha č. 7: Vertikální analýza rozvahy
- Příloha č. 8: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty
- Příloha č. 9: Rozklad ukazatele *EVA* společnosti Teva
- Příloha č. 10: Rozklad ukazatele *ROE*
- Příloha č. 11: Vstupní data pro rozklad *EVA* zpracovatelského odvětví
- Příloha č. 12: Rozklad ukazatele *EVA* odvětví